

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta



DIPLOMOVÁ PRÁCE

2012

Bc. Kristýna Mořkovská

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta

Studijní program: N 6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

Vývoj dohledu nad finančními trhy v mezinárodním měřítku a v EU zvláště

**Development of supervision of financial markets
internationally and in the EU in particular**

DP - EF - KPO - 2012 - 22

Bc. Kristýna Mořkovská

Vedoucí práce: doc. Ing. Arnošt Böhm, CSc. - KPO

Konzultant: Ing. Petra Cihlářová, osobní bankéř ČSOB, a. s. Liberec

Počet stran: 78

Počet příloh: 1

Datum odevzdání: 4. 5. 2012

Prohlášení

Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo. Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce.

V Liberci 4. 5. 2012

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala všem, kteří mi při psaní mé diplomové práce vydatně pomáhali, byli mi oporou a poskytli mi potřebné informace a materiály.

Především děkuji doc. Ing. Arnoštu Böhmovi, CSc., za odborné vedení, cenné rady a kontrolu mé závěrečné práce.

Dále bych ráda poděkovala svým kolegům v ČSOB, a. s. za spolupráci při zpracování tohoto tématu, za jejich rady, připomínky a kladný profesní přístup.

V neposlední řadě děkuji své rodině za podporu v průběhu studia.

V Liberci dne 4. 5. 2012

Anotace

Diplomová práce se zabývá vývojem dohledu nad finančními trhy v mezinárodním měřítku a v EU. Cílem práce je popis činností regulatorních institucí v průběhu hospodářských krizí s důrazem na jejich efektivnost či nedostatky.

Diplomová práce je členěna do pěti základních úrovní: První úroveň se zabývá finančními trhy, jejich rozčleněním a institucemi participujícími na nich. Druhá část popisuje vývoj dohledu v rámci Evropské unie a České republiky. Třetí implementaci evropského práva do české legislativy a výčet aktuálních zákonů a vyhlášek týkajících se problematiky. V části čtvrté jsem popsala situaci na evropských finančních trzích za posledních pět let a zohlednila přístup jednotlivých regulatorních orgánů. Poslední, pátá část, popisuje vývoj regulace na jiných než evropských trzích.

Klíčová slova: Regulatorní instituce, dohled na finančních trzích, historie dohledu nad finančními trhy, právní úprava dohledu nad finančními trhy, hospodářská krize.

Annotation

This thesis deals with the development of financial market supervision in the EU and internationally. The main goal is a description of the activities of regulatory institutions during the economic crisis, with emphasis on their effectiveness or shortcomings.

The thesis is divided into the five basic levels: The first part deals with the financial markets, their breakdown and institutions participating on them. The second part describes the development of surveillance in the European Union and the Czech Republic. The third part includes implementation of the European law into Czech legislation and list of current laws and regulations relating to the issue. In fourths part I described the situation in European financial markets over the past five years, taking into account the approach of individual regulators. The last, fifth part describes the evolution of regulation non European markets.

Key words: Regulatory institutions, supervision of financial markets, the history of financial market supervision, regulation of supervision of financial markets, the economic crisis.

Obsah

PROHLÁŠENÍ	5
PODĚKOVÁNÍ.....	6
ANOTACE.....	7
ANNOTATION.....	8
OBSAH	9
SEZNAM ILUSTRACÍ.....	10
SEZNAM TABULEK	11
SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK	12
ÚVOD	14
1. FINANČNÍ TRHY A INSTITUCE.....	16
1.1 FINANČNÍ TRHY	16
1.1.1 Akciové trhy	17
1.1.2 Dluhopisové trhy.....	20
1.1.3 Peněžní trhy	21
1.2 INSTITUCE NA FINANČNÍCH TRZÍCH.....	22
1.2.1 Instituce v ČR	22
1.2.2 Instituce EU	28
2. VÝVOJ DOHLEDU V RÁMCI EU	33
2.1 ČR.....	34
2.2 EU.....	37
2.2.1 Larosièrova zpráva.....	37
3. POSTUP IMPLEMENTACE DO LEGISLATIVY ČR.....	41
4. ANALÝZA DOPADŮ A RIZIK SOUVISEJÍCÍCH S DOHLEDEM NA JEDNOTLIVÝCH TRZÍCH (EU A ČR)	48
4.1 SEKURITIZACE	48
4.2 CDO	49
4.3 FINANČNÍ TRHY	50
4.3.1 2007	52
4.3.2 2008	53
4.3.3 2009	54
4.3.4 2010	55
4.3.5 2011 - 2012	56
4.4 POSTOJ REGULATORNÍCH ORGÁNŮ.....	57
4.5 DŮSLEDKY	58
5. NÁSTIN SROVNÁNÍ PŘÍSTUPŮ EU, USA A DALŠÍCH REGIONŮ	60
5.1 ASIE	60
5.1.1 Čínská lidová republika	60
5.1.2 Japonsko.....	63
5.2 USA.....	66
5.3 KOMPARACE.....	69
ZÁVĚR.....	71
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....	73
SEZNAM PŘÍLOH	78

Seznam ilustrací

Obrázek 2.1: Schéma dohledu nad finanční sférou.....	39
Obrázek 5.1: Vývoj indexů Šanghaj a Šen-žen.....	62
Obrázek 5.2: Vývoj indexu Nikkei.....	64
Obrázek 5.3: Vývoj indexu Dow Jones.....	68

Seznam tabulek

Tabulka 1.1 Seznam burz na území EU	19
Tabulka 1.2 Největší burzy na světě	20
Tabulka 1.3 Počet institucí na českém finančním trhu	24
Tabulka 1.4 Americké ratingové agentury	32
Tabulka 3.1 Zákony a přímo závazné předpisy s EU	43
Tabulka 3.2 Vyhlášky a opatření ČNB	44
Tabulka 4.1 Rok ekonomické úrovně států k roku 2012	59

Seznam zkratk a značek

AISF	Asociace investičních společností a fondů
AKAT	Asociace pro kapitálový trh České republiky
CB	Centrální banka
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit default swap
CEA	Evropská pojišťovací a zajišťovací federace
ČAP	Česká asociace pojišťoven
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
EBA	European Banking Authority(Evropský orgán pro bankovníctví)
ECB	Evropská centrální banka
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority(Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění)
EK	Evropská komise
EMU	Evropská měnová unie
ESCB	Evropský systém centrálních bank
ESMA	European Securities and Markets Authority (Evropský orgán pro cenné papíry a trhy)
ESRB	European Systemic Risk Board (Evropská rada pro systémová rizika)
EU	Evropská unie
EUR	Měna euro
FED	Federální rezervní systém
HELL	Maďarsko, Estonsko, Litva, Lotyšsko (Hungary, Estonia, Latvia, Lithuania)
KCP	Komise pro cenné papíry
MF	Ministerstvo financí
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MMF	Mezinárodní měnový fond
NCB	Národní centrální banky
PBOC	People's Bank of China
PIGS	Portugalsko, Irsko, Řecko, Španělsko (Portugal, Ireland, Greece, Spain)
PIIGS	Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko, Španělsko (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain)
SBČS	Státní banka Československá
SDIS	Sdružení investičních společností

SISMFS	Sdružení investičních společností a fondů z Moravy a Slezska
SK	Slovenské republika
SKIPCP	Směrnice kolektivního investování do převoditelných cenných papírů
UCITS	Undertakings of Collective Investments in Transferable Securities Directive
USA	Spojené Státy Americké

Úvod

Vývoj na finančních trzích je v poslední době bezesporu nejsledovanějším tématem, které poukazuje na aktuální ekonomické zdraví trhů a naznačuje budoucí směr. Poslední roky je patrné, že finanční trhy procházejí rychlejším vývojem, častěji se střídají hospodářské cykly podléhající celosvětovým trendům a reagující na měnící se ekonomické a politické prostředí. Příznivý vývoj finančních trhů může vést k rozvoji podnikatelských aktivit nejen v lokálním, ale také mezinárodním měřítku. Naopak neúspěšný vývoj, jak jsme se mohli v nedaleké minulosti, ale i v současnosti přesvědčit, nejen že může vést, ale i vede k nedůvěře mezi investory, panice na jednotlivých trzích a ke krachu dlouhodobě budovaného systému. Ovšem ne všechny poklesy na trzích mohou dopadnout tak katastrofálně jako propad, respektive krach, na newyorské burze 24. října 1929, který předznamenal Velkou hospodářskou krizi nebo hypoteční krize z léta 2007, která plynule, byť s pauzou jednoletého růstu v roce 2009, přešla do dluhové krize evropských států a USA.

Zároveň by nemělo být opomenuto, že selhání systému a nedokonalá kontrola v jedné zemi vede díky globalizaci ke kolapsu v jiných zemích či světadílech a opačně. Přiměřeně rychlý a pozitivní vývoj finančních trhů vede v globálním měřítku k celosvětové prosperitě.

Výše zmíněné aspekty vedly spolu s dalšími faktory k vytvoření státních dohledových orgánů či nezávislých institucí. Zároveň v průběhu let docházelo k úpravám a vzniku nových zákonů, nařízení a směrnic. V dohledové a regulatorní oblasti je významné ustanovení Smluv o přistoupení členských zemí do EU, jež udává, že ode dne přistoupení se budou na nové členské státy vztahovat stejné směrnice a rozhodnutí, které se v době přistoupení již vztahují na všechny stávající členské státy. Zde je nutno poznamenat, že tyto smlouvy byly sjednány dobrovolně a demokraticky všemi členskými či přistupujícími státy. V důsledku tohoto procesu implementace některých předpisů stanovených EU a politickoekonomických opatření, do národní legislativy členských zemí vedl k dnešním problémům na finančních trzích.

Cílem práce je analyzovat finanční trhy a instituce participující na nich, což bude podrobněji rozebráno v první kapitole. Nicméně v souvislosti s širokým zastoupením subjektů jednotlivých segmentů, kterými jsou banky, pojišťovny, investiční a penzijní fondy a fúzemí vzniklé rozsáhlé finanční subjekty, tedy zejména finanční konglomeráty, je téma finanční trhy velmi obsáhlé, proto se mu tato práce budu věnovat hlavně na globální úrovni.

V druhé kapitole nazvané Vývoj dohledu v EU bude nastíněn poměrně krátký vývoj dohledu na finančních trzích České republiky, ale i vývoj v rámci EU a vzájemné propojení těchto systémů.

Jelikož se trhy neustále vyvíjí, stejně jako finanční nástroje a prodejní praktiky, bude v třetí kapitole zahrnuta implementace směrnic a nařízení do legislativy České republiky.

V důsledku značné otevřenosti ekonomiky ČR s okolním světem je hospodářství našeho státu poměrně dosti náchylné na výkyvy kapitálových trhů a zároveň citlivé na dluhové problémy jednotlivých zemí a nadnárodních společností. Ať už jsou trhy regulovány či sledovány, je dynamičnost tržního vývoje naší země značně patrná, proto ve čtvrté kapitole budou analyzovány dopady a rizika související s dohledem na jednotlivých trzích (ČR a EU). Jelikož je problematika vývoje finančních trhů velmi obsáhlá, bude v této práci popsána od roku 2007 až po současnost.

V současnosti není tok peněz omezen žádnými hranicemi, jak tomu mohlo být v minulých letech, a kapitál volně plyne z jedné země do druhé, vznikají nadnárodní holdingy a propojují se rozdílné finanční segmenty. I přes tyto okolnosti je v některých zemích obchodování na finančních trzích uspořádáno a kontrolováno jinými postupy. Rovněž může být zjištěno, že důsledky zpomalených reakcí dohledových a regulatorních orgánů jsou v různých zemích podobné až totožné, o čemž pojedná poslední kapitola. Pro porovnání zvolím americký, japonský a čínský finanční trh.

1. Finanční trhy a instituce

Finanční trhy se v jednotlivých státech liší svým specifickým uspořádáním a zvláštnostmi, jež jsou dány legislativou, historií, kulturou, tradicemi, zvyky, vyspělostí a rozvinutostí ekonomiky, způsobem ekonomického řízení peněžního oběhu, finančních a bankovních institucí a jinými hospodářskými, průmyslovými či geopolitickými vlivy uvnitř i vně jednotlivé země.

1.1 Finanční trhy

Za finanční trh můžeme označit místo, resp. virtuální místo, kde se střetává nabídka peněz a jiných finančních aktiv s poptávkou po nich. Zároveň lze říci, že zde dochází na základě vzájemné důvěry ke směně volných finančních prostředků za účelem výdělku ve formě zisku či dividend. Nabízejícími jsou vlastníci volných peněžních prostředků, jež je zároveň v určitém časovém horizontu neplánují použít pro své potřeby. Poptávajícími jsou dlužníci, kteří plánují využití zapůjčených finančních prostředků většinou pro své podnikatelské záměry. Doba, po kterou tento přesun prostředků trvá, zpravidla činí více než jeden rok. Společnosti vydávající cenné papíry jsou emitenti, kupujícími jsou investoři, jimiž mohou být fyzické nebo právnické osoby.

Podle Baldwina a Wyplosze je hlavním úkolem kapitálových trhů shromažďovat úspory a poskytovat výrobcům finanční zdroje potřebné pro investice do vybavení a nových postupů¹. Mezi finanční aktiva řadíme peněžní hotovost, dluhové cenné papíry s pevným či fixním kupónem, zisk z akcií buď ve formě dividend anebo v podobě výnosového procenta.

V této souvislosti Baldwin a Wyplosz shrnují tři základní funkce kapitálových trhů:

1. Transformuje splatnost. Ti, kdo si půjčují, získají v relativně krátké době prostředky na pokrytí svých dlouhodobých aktivit. Dochází tak k přeměně krátkodobých vkladů na dlouhodobé zdroje poskytnuté dlužníkům.

2. Hraje roli zprostředkování. Od vkladatelů plynou na trh volné peněžní prostředky přes finanční instituce, které je dále za úplatu poskytnout svým dlužníkům. Zprostředkování se neomezuje jen na konkrétní trh a zemi, ale díky volnému pohybu kapitálu může zbytné prostředky obdržet investor v jiné části světa.

1 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 443. ISBN 97880247180701.

3. Permanentně čelí riziku nesplacení. Rizikem je skutečnost, že dlužníci mohou být nesolventní anebo jsou vystaveni nepředvídatelným okolnostem, které by vedly k nesplacení a tak by investor mohl přijít o své naspořené prostředky².

1.1.1 Akciové trhy

Akciové trhy jsou podle Baldwina a Wyplosze charakterizovány jako trhy, na kterých mohou velké i středně velké firmy (jinak řečeno národní či nadnárodní společnosti) získat další finanční zdroje pro svůj podnikatelský záměr a další rozvoj či k zaplacení svých vysokých výdajů. Akcie, jež se na akciovém trhu obchodují, představují podíly jednotlivých společností a mohou být drženy jednotlivci (soukromými osobami), nebo institucionálními investory (penzijními fondy, pojišťovacími a investičními společnostmi) a v neposlední řadě i státem jako takovým³.

Dle typu se akcie dělí na *kmenové*, *na doručitele* či *prioritní*. **Kmenové akcie** jsou nejběžnějším typem akcií s právem na dividendu nebo na účast na valné hromadě. Naproti tomu **akcie na doručitele** jsou akcie vydané beze jména, kde vystavovatel garantuje výnos pouze příslušnému majiteli akcie a ne jmenovité osobě. S **prioritními akciemi** jsou spojena přednostní práva týkající se výplaty dividendy nebo podílu na likvidačním zůstatku.

Investor držící akcie se jejich držbou stává spolumajitelem podniku, a takto uložené prostředky lze v budoucnu získat zpět jejich prodejem na veřejných trzích nebo díky vyplacené dividendě (podíl na zisku).

Jelikož ne každá společnost vyplácí dividendy, pořizují si investoři akcie spíše s vidinou zisku v podobě rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou. Cena na trhu značně kolísá, a to buď z objektivních důvodů, kterými může být změna ukazatele ročního zisku firmy na jednu její akcii, anebo z neobjektivních důvodů, jimiž mohou být asymetrické informace, pesimismus na trzích a jiné. Díky globalizaci a možnosti pohybu kapitálu přes hranice jednotlivých zemí je možné, aby investoři nabízeli své volné finanční prostředky na domácích i zahraničních trzích. Existence volného toku kapitálu je jedním z důležitých prvků globalizace. Nicméně velká část investorů se stále drží spíše na domácích trzích. Jedním z důvodů je právě informační asymetrie, která spočívá

2 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 443. ISBN 97880247180701.

3 Tamtéž, str. 455.

v tom, že investor má o domácích firmách více dostupných informací a tudíž si dokáže představit jejich možný budoucí vývoj⁴.

Na jinou překážku kapitálové mobility upozorňuje Baldwin a Wyplosz, kteří ji spatřují v měnovém riziku, avšak to by mělo být ve stávajícím konceptu pomastrichtské EU eliminováno v rámci eurozóny. Většina evropských států má jeden či více akciových trhů, což mělo smysl v době, kdy každá země operovala s vlastní měnou a měnové riziko se tedy dělilo i mezi jiné národní trhy. V současné době, kdy je většina států součástí EMU, se i tato skutečnost mění. Eurozóna sice fúzemi spěje k jednotnému akciovému trhu a přidruženým burzám, nicméně otázkou zůstává, kdy se tak stane⁵. Následující tabulka zobrazuje množství burz na území EU.

4 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 446. ISBN 97880247180701.

5 Tamtéž, str. 455.

Tabulka 1.1 Seznam burz na území EU

Stát	Burza
Belgie	Euronext – Euronext
Bulharsko	BSE – Budapest Stock Exchange
Česká republika	PSE – Prague Stock Exchange
Dánsko	Copenhagen Stock Exchange GXG Markets
Estonsko	Tallin Stock Exchange
Finsko	OMX – Helsinki Stock Exchange
Francie	Euronext – Euronext Paris MATIF
Irsko	ISE – Irish Stock Exchange Irish Enterprise Exchange
Itálie	MIB – Borsa Italiana
Kypr	Cyprus Stock Exchange
Litva	Riga Stock Exchange
Lotyšsko	Vilnius Stock Exchange
Lucembursko	Euronext – Euronext Luxembourg Stock Exchange
Maďarsko	BSE - – Budapest Stock Exchange
Malta	Malta Stock Exchange
Německo	FSE – Frankfurt Stock Exchange Eurex Berliner Börse Börsen Hamburg und Hannover Börse München Börse Stuttgart Deutsche Börse Group
Nizozemsko	Euronext – Euronext Amsterdam
Norsko	Oslo Stock Exchange
Polsko	WSE – Warsaw Stock Exchange
Portugalsko	Euronext – Euronext Lisbon OPEX
Rakousko	WBAG – Vienna Stock Exchange
Rumunsko	BET – Bucharest Stock Exchange RASDAQ Sibiu Stock Exchange
Řecko	ASE – Athens Stock Exchange
Slovensko	SAX – Bratislava Stock Exchange
Slovinsko	Ljubljana Stock Exchange
Velká Británie	Euronext – Euronext PLUS Markets LSE – London Stock Exchange
Španělsko	BME – Madrid Stock Exchange Bolsa de Valores de Barcelona Bolsa de Valores de Bilbao
Švédsko	OMX – Stockholm Stock Exchange Stockholm Stock Exchange

Zdroj: vlastní zpracování

Na akciových trzích v rámci Evropy aktuálně dominuje londýnská burza, jež se vznikem eura přilákala mnoho společností z eurozóny⁶. Ze všech světových burz je z mezinárodního hlediska londýnská burza aktuálně největší mezinárodní burzou čítající více než 3000 firem z více než sedmdesáti zemí⁷. Další velkou burzou na trhu je frankfurtská, která se měla podle původního plánu v roce 1998 sloučit s londýnskou. Díky vstupu stockholmské burzy do jednání o sloučení se tak nakonec nestalo. Ovšem nejvýznamnější burzovní fúze v eurozóně proběhla v září 2000, kdy došlo ke spojení amsterodamské, bruselské a pařížské burzy a vznikl společný akciový trh Euronext⁸. K velkému sloučení burz došlo i v roce 2008, kdy se díky akvizici burzy cenných papírů Praha a Lublaňské burzy stala Vídeňská burza cenných papírů majoritním vlastníkem třech burz ve střední a východní Evropě. Pražská burza je Vídeňskou vlastněna z 92,4 % a Lublaňská z 81,01 %⁹. Seznam největších světových burz zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 1.2 Největší burzy na světě

Největší burzy na světě
NYSE – New York Stock Exchange (USA)
TSE – Tokyo Stock Exchange (Japonsko)
NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations (USA)
Euronext – Euronext (Evropa)
LSE – London Stock Exchange (Velká Británie)
SSE – Shanghai Stock Exchange (Čína)
HKEX – Hong Kong Stock Exchange (Čína)
TSX – Toronto Stock Exchange (Kanada)
FWB – Frankfurt Stock Exchange (Německo)
BME – Madrid Stock Exchange (Španělsko)

Zdroj: vlastní zpracování

1.1.2 Dluhopisové trhy

V legislativě ČR jsou dluhopisy řešeny zákonem č. 190/2004 Sb. o dluhopisech následovně:
„(1) Dluhopis je zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit. (2) Dluhopis může být vydán v listinné nebo zaknihované

6 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 456. ISBN 97880247180701.

7 LONDON STOCK EXCHANGE. *About the exchange* [online]. London [cit. 18. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/company-overview.htm>.

8 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 456. ISBN 97880247180701.

9 Pražská burza má nového majitele. Kupují ji Rakušané. [online]. 7. 11. 2008 [cit. 18. 3. 2012]. Dostupné z: <http://aktualne.centrum.cz/finance/penize-a-investice/clanek.phtml?id=616019>.

podobě.¹⁰ Dluhopisy lze rovněž označit za cenné papíry vyjadřující povinnost emitenta zaplatit určitou peněžitou částku a určitý úrok v době splatnosti. Dluhopisy dělíme z hlediska splatnosti na krátkodobé (se splatností do jednoho roku) a dlouhodobé (se splatností delší jak jeden rok). Tento způsob financování podniků, měst a států je levnější forma úvěru, ale i způsob jak získat finanční prostředky, aniž by investor vlastnil část podniku, tak jak je tomu u akcií.

Investice do dluhopisů bývá obvykle méně riziková než investice do akcií a majitel dluhopisu má při případném zrušení společnosti výhodnější postavení a současně vyšší šanci získat své zúročené prostředky zpět. Na dluhopisovém trhu se zpravidla podílí vysoký počet investorů rozhodnutých, vzhledem k jejich sklonu k riziku a očekávané míře rizika, podílet se na vhodných dluhopisových emisích. Vysoký počet věřitelů znamená velmi vysoký objem upsaných prostředků a zároveň každý z nich nese jen určité, relativně nízké, riziko. Státní nebo komunální dluhopisy jsou z hlediska splacení jistiny poměrně jistou investicí, neboť dlužník v podobě vlády či města bývá považován za vysoce důvěryhodného dlužníka¹¹. V současné krizi však ani rizika spojená s dluhopisy nejsou zanedbatelná, jak ukazuje příklad nákupu „islandských dluhopisů“ královéhradeckým krajem respektive městem Hradec Králové. Proto jsou úrokové sazby vládních dluhopisů brány, na rozdíl od korporátních, jako bezrizikové bez nutnosti očištění o riziko¹². Ovšem jak nám ukázala aktuální dluhová krize vybraných států EU, opak je pravdou. Aktuálně bývají státní dluhopisy chápány jako rizikové a od toho se i odvíjí výše kupónu při jejich nabídce. A ani krachující stát není zárukou, že věřitel dostane své investované prostředky zpět. V současné době spíše investor o své peníze může přijít v podobě odpuštění závazku, tak jako je tomu v případě Řecka.

1.1.3 Peněžní trhy

Na peněžním trhu se obvykle obchodují krátkodobé dluhové cenné papíry mezi něž řadíme státní pokladniční poukázky, poukázky centrálních bank, poukázky Fondu národního majetku a depozitní certifikáty. Tyto instrumenty jsou brány jako nízkorizikové, velmi likvidní a jsou obvykle obchodovány v tak vysokých objemech, že jsou pro běžného investora přímo nedostupné (v případě zájmu je může běžný investor pořídit zprostředkovaně pomocí finančních zprostředkovatelů či obchodníků s cennými papíry). Častými obchodníky na peněžních trzích jsou velké bankovní ústavy, brokerské firmy či jiné podobně zaměřené společnosti.

10 Česká republika. Zákon o dluhopisech. In: *Sb.* 2004, č. 190, 63. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=190/2004&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy. §2.

11 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 453. ISBN 97880247180701.

12 Tamtéž, str. 453.

1.2 Instituce na finančních trzích

Mezi nejznámější instituce na finančních trzích patří banky, jež od svých klientů získávají, resp. si půjčují, prostředky, které na druhé straně nabídnou na trh v rámci půjček. Navíc mohou nabídnout správu či řízení investičního portfolia. Kromě bank existují na trhu i jiné finanční subjekty, kterými jsou obchodníci s cennými papíry, pojišťovny včetně bankopojišťoven, stavební spořitelny, družstevní záložny, penzijní fondy a v neposlední řadě v roce 2012 vznikající penzijní společnosti.

Aby mohl finanční trh bezproblémově fungovat a aby si jej pro své směnné obchody vybralo co nejvíce poptávajících i poskytovatelů volných finančních prostředků, je zapotřebí, aby byly trhy regulovány a instituce, které na trzích participují, měli stanoven dohled, jenž by zajišťoval dodržování daných norem s následným uplatňováním sankcí v případě jejich nedodržení. V důsledku toho byly stanoveny kontrolní orgány, jež mají vykonávat *dozor* neboli *dohled*, který zaručí férové jednání mezi nabízejícími a poptávajícími.

K omezení či úplné eliminaci dopadu prudkých poklesů finančních trhů, ke kterým došlo například v letech 1929, 2002 a 2008, je potřeba finanční instituce a hospodaření jednotlivých států regulovat a přijmout obezřetné strategie.

Baldwin s Wyploszem uvádějí, že pro zabezpečení výběru a dodržování vhodných strategií musí po regulaci následovat sofistikovaný a nepřetržitý dohled. Tuto funkci plní v ČR i zahraničí příslušné instituce. Pro upřesnění je nutné poznamenat, že regulace je spíše organizována na úrovni EU. Přesněji řečeno, EU stanovuje minimální regulatorní standardy a zároveň jednotlivým zemím ponechává možnost přijetí přísnějších pravidel. Naproti tomu dohled je stále vykonáván na národní úrovni.¹³

1.2.1 Instituce v ČR

Ministerstvo financí

Ministerstvo financí bylo zřízeno dle zákona ČNR č. 2/1969 Sb. o zřízení ministerstev a jiných státních orgánů ČR v platném znění: „(1) *Ministerstvo financí je ústředním orgánem státní správy pro státní rozpočet republiky, státní závěrečný účet republiky, státní pokladnu České republiky, finanční trh s výjimkou dozoru nad kapitálovým trhem v rozsahu působnosti Komise pro cenné*

13 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 456. ISBN 97880247180701.

papíry, daně, poplatky a clo, finanční hospodaření, finanční kontrolu, účetnictví, audit a daňové poradenství, věci devizové včetně pohledávek a závazků státu vůči zahraničí, ochranu zahraničních investic, pro tomboly, loterie a jiné podobné hry, hospodaření s majetkem státu, privatizaci majetku státu, pro věci pojišťoven, penzijních fondů, ceny a pro činnost zaměřenou proti legalizaci výnosů z trestné činnosti, posuzuje dovoz subvencovaných výrobků a přijímá opatření na ochranu proti dovozu těchto výrobků.

(2) Ministerstvo financí zajišťuje členství v mezinárodních finančních institucích a finančních orgánech Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD), Evropské unie a dalších mezinárodních hospodářských seskupení, pokud toto členství nepřísluší výlučně České národní bance.

(3) Ministerstvo financí koordinuje příjem zahraniční pomoci.¹⁴

Česká národní banka

Nyní jediný a nejznámější dohled nad finančními trhy v ČR zajišťuje ČNB. „Česká národní banka je podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance v platném znění orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem v České republice. ČNB tedy provádí dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijními fondy, družstevními záložnami, směnárnami a dohled nad institucemi v oblasti platebního styku. Stanovuje pravidla, která chrání stabilitu bankovního sektoru, kapitálového trhu, pojišťovnictví a sektoru penzijních fondů. Systematicky reguluje, dohlíží a popřípadě postihuje nedodržování stanovených pravidel. Podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu je Česká národní banka povinna uveřejňovat tzv. regulované informace zasílané emitenty kótovaných cenných papírů a jinými povinnými osobami. Jedná se zejména výroční a pololetní zprávy, oznamování podílů na hlasovacích právech, vnitřní informace, manažerské transakce apod.¹⁵

Její další funkcí, jakožto regulátora dohledu, je zveřejňovat seznamy regulovaných a registrovaných subjektů finančního trhu s možností ověřit si, zda jsou subjekty, se kterými se má veřejnost možnost setkat na českém finančním trhu oprávněny k nabízení a poskytování finančních služeb. Počet některých regulovaných a registrovaných subjektů znázorňuje tabulka 1.3.

14 Česká republika. Zákon České národní rady o zřízení ministerstev a jiných ústředních orgánů státní správy České socialistické republiky. In: Sb. 1969, č. 2, 1. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=2/1969&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

15 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Dohled nad finančním trhem* [online]. [cit. 10. 10. 2011]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/.

Tabulka 1.3 Počet institucí na českém finančním trhu

institute na českém trhu	stav k 12. 2. 2012
banky a pobočky zahraničních bank	44
družstevní záložny	14
investiční společnosti	21
obchodníci s cennými papíry	58
penzijní fondy	9
pojišťovny a pobočky zahraničních pojišťoven	54

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z www.cnb.cz.

Banky

„Bankami se pro účely zákona č. 21/1992 Sb. rozumějí akciové společnosti se sídlem v České republice, které a) přijímají vklady od veřejnosti, a b) poskytují úvěry, a které k výkonu činností podle písmen a) a b) mají bankovní licenci (dále jen "licence") (§ 4). Ustanovení obchodního zákoníku o akciové společnosti se pro ně nepoužijí, pokud tento zákon stanoví jinak.“¹⁶ Aby ekonomika konkrétní země mohla efektivně fungovat, je k tomu mimo jiné i zapotřebí dobré zdraví bankovního sektoru. Pojem bankovní sektor zahrnuje nejen banky, ale i jejich dceřiné společnosti, klienty a instituce bankovního dohledu. Vývoj bankovního sektoru do podoby jak jej známe dnes, obsahuje řadu zajímavých a důležitých milníků. Před rokem 1989 existovalo v ČSSR pouze šest základních bank: Státní banka československá, jež v té době plnila zároveň funkci ovládající banky pomocí úvěrového, devizového a pokladního plánu, Česká státní spořitelna, Slovenská státní spořitelna, Československá obchodní banka, Živnostenská banka a Investiční banka. Po roce 1989 došlo k oddělení ovládající banky od podřízených a došlo ke vzniku jedné nezávislé centrální banky, která se v roce 1993 transformovala na ČNB a samostatných obchodních bank. Porevoluční změny bankovního sektoru v ČR byly doprovázeny vznikem velkého množství nových bank, jež byly nuceny naučit se hospodařit dle nových tržních podmínek. Docházelo k velké zaúvěrovanosti jednotlivých firem, které banky podporovaly v podnikání i s vědomím toho, že v důsledku rozpadu dřívějších trhů (RVHP) může dojít k jejich následné neschopnosti splácet závazky. Tak jak se tyto podniky dostávaly do finančních problémů, dostávaly se do nich i banky. Jak popisuje Zdeněk Tůma, bývalý guvernér ČNB: „Ukazatelem, který pravděpodobně nejlépe odráží rozsah problémů v českém bankovním sektoru, je poměr klasifikovaných úvěrů k celkovým bankovním úvěrům. V roce 1999 se tento poměr zvýšil o více než 5 procentních bodů a přesáhl 32 %. Tento problém se nejvýrazněji projevuje ve velkých bankách (na konci r. 1999 více než 40 % úvěrů klasifikováno) a v malých bankách v českém vlastnictví (více než 50 % úvěrů klasifikováno). Podíl klasifikovaných

¹⁶ Česká republika. Zákon o bankách. In: Sb. 1992, č. 21, 5. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=21/1992&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

*úvěrů vážených podle stupně rizika přesáhl v roce 1999 15 % celkového objemu úvěrů. Ačkoliv více než 80 % implikovaných ztrát je kryto rezervami a opravnými položkami a zbytek je kolateralizován, problém špatných úvěrů je nepochybně závažnou slabinou bankovního sektoru.*¹⁷

Vzhledem k takovéto nestabilitě bankovního sektoru přistoupila ČNB na Konsolidační program, jež měl banky oddlužit, respektive očistit jejich bilanci. Zároveň ČNB zpřísnila bankovní dohled a snažila se dokončit privatizaci bankovního sektoru u nás. Nyní je na českém trhu většina bank se zahraniční účastí.

Družstevní záložny

Družstevní záložny, na českém trhu spíše známy pod názvem kampeličky, v posledních letech prošly poněkud bouřlivým vývojem, což se negativně podepsalo na důvěře drobných střadatelů. Vznikly v padesátých letech 19. století a svůj rozkvět zažívaly od počátku minulého století až do konce padesátých let. S nástupem komunismu došlo k jejich pomalému vymizení. Jejich renesance nastala v době přechodu od centrálního plánování na tržní hospodářství, nicméně netrvala dlouho. Koncem devadesátých let přišla vlna jejich krachů, zapříčiněná mimo jiné také nedokonalou legislativou, neboť stačilo jako složit základní kapitál pouze půl milionu korun, aniž by byl zakladatel nucen prokázat jistou odbornou způsobilost. Těchto okolností využili lidé, kteří se takto obohatili na úkor drobných důvěřivých střadatelů. Až v polovině roku 2001 někteří klienti získali náhradu za ztrátu jejich uložených prostředků. Teprve harmonizace legislativy ČR se směrnicemi EU (Směrnice Evropského parlamentu a Rady 94/19/ES ze dne 30. května 1994 o systémech pojištění vkladů, ve znění směrnic Evropského parlamentu a Rady 2005/1/ES a 2009/14/ES. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/24/ES ze dne 4. dubna 2001 o reorganizaci a likvidaci úvěrových institucí¹⁸) v oblasti zakládání družstevních záložen a dozoru nad nimi (od ledna 2006 je jejich regulátorem ČNB), přinesly návrat střadatelů a zvýšený zájem o uložení peněžních prostředků do kampeliček. V současné době jsou družstevní záložny zákonem č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrových družstvech ve znění pozdějších předpisů¹⁹.

Investiční společnosti

Dle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování se investiční společností myslí: „*Investiční společnost je právnická osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování spočívající*

17 TŮMA, Zdeněk. Bankovní sektor v ČR a jeho regulace. In: [online]. 2000 [cit. 4. 3. 2012]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/export/sites/.../tuma_200012_pariz.pdf.

18 Česká republika. Zákon o spořitelních a úvěrních družstvech a některých opatřeních s tím souvisejících a o doplnění zákona České národní rady č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. In: Sb. 1995, č. 87, 18. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=87/1995&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

19 JANDA, Petr. Družstevní záložny: Pro koho a "za kolik". [online]. 29. 5. 2007 [cit. 12. 12. 2011]. Dostupné z: <http://www.mesec.cz/clanky/druzstevni-zalozny-pro-koho-a-za-kolik/>.

a) ve vytváření a obhospodařování podílových fondů, nebo

b) v obhospodařování investičních fondů na základě smlouvy o obhospodařování. K činnosti investiční společnosti je třeba povolení České národní banky.²⁰ Obvykle mívá formu akciové společnosti.

Obchodníci s cennými papíry

Dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu se obchodníkem s cennými papíry rozumí: „*Obchodník s cennými papíry je právnická osoba, která poskytuje investiční služby na základě povolení České národní banky k činnosti obchodníka s cennými papíry.*“²¹

Penzijní fondy

Penzijní fondy působí na českém trhu již od roku 1994. Jejich hlavní činností je provozování penzijního připojištění se státním příspěvkem, což je upraveno zákonem č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem v platném znění. Činnost penzijních fondů, investiční strategie (fond může využívat pouze depozitní produkty, dluhopisy, nemovitosti a ve velmi malém zastoupení i akcie. Penzijní fond nikdy svou strategií nemůže vykázat záporný výnos. Nejhorší možnou variantou je výnos nulový, což má být změněno v rámci Důchodové reformy platné od 1. 1. 2013) a činnost depozitáře podle tohoto zákona podléhá státnímu dozoru, jenž vykonává Ministerstvo financí a ČNB. „*Penzijním připojištěním se pro účely tohoto zákona rozumí shromažďování peněžních prostředků od účastníků penzijního připojištění (dále jen „účastník“) a státu poskytnutých ve prospěch účastníků, nakládání s těmito prostředky a vyplácení dávek penzijního připojištění. Penzijní připojištění nesmějí vykonávat jiné osoby než penzijní fondy.*“²²

Pojišťovny

Pojišťovnami se dle zákona o pojišťovnictví rozumí: „a) *pojišťovnou tuzemská pojišťovna, pojišťovna z jiného členského státu nebo pojišťovna z třetího státu,*

b) *tuzemskou pojišťovnou právnická osoba se sídlem na území České republiky, které bylo Českou národní bankou uděleno povolení k provozování pojišťovací činnosti podle tohoto zákona,*

c) *pojišťovnou z jiného členského státu právnická osoba se sídlem na území členského státu Evropské unie nebo na území jiného státu tvořícího Evropský hospodářský prostor, které bylo*

20 Česká republika. Zákon o kolektivním investování. In: Sb. 2004, č. 189, 63. Dostupné z: plikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=189/2004&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy. §14.

21 Česká republika. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. In: Sb. 2004, č. 256, 84. Dostupné z: plikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=256/2004&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy. § 5.

22 Česká republika. Zákon o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením. In: Sb. 1994, č. 42, 14. Dostupné z: plikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=42/1994&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

uděleno úřední povolení k provozování pojišťovací činnosti,

d) pojišťovnou z třetího státu právnická osoba se sídlem na území jiného státu, než který je uveden v písmenu b) nebo c), již bylo uděleno úřední povolení k provozování pojišťovací činnosti,
e) pojišťovací činností uzavírání pojistných smluv podle zvláštního právního předpisu-pojišťovnou, správa pojištění a poskytování plnění z pojistných smluv, poskytování asistenčních služeb a zpracování osobních údajů včetně rodných čísel s těmito činnostmi souvisejících. Součástí pojišťovací činnosti je nakládání s aktivy, jejichž zdrojem jsou technické rezervy pojišťovny (dále jen "finanční umístění"), uzavírání smluv pojišťovnou se zajišťovny o zajištění závazků pojišťovny vyplývajících z jí uzavřených pojistných smluv (pasivní zajištění) a činnost směřující k předcházení vzniku škod a zmírňování jejich následků (zábranná činnost).“²³

Nestátní nezávislé orgány (AKAT, ČAP)

AKAT neboli *Asociace pro kapitálový trh České republiky* sdružuje na českém trhu nejvýznamnější investiční společnosti, zahraniční správce fondů a další subjekty, které poskytují na tuzemském trhu produkty a služby v oblasti kolektivního investování. Subjekty, jež by si samostatně vzájemně konkurovaly, se spojily za účelem rozvoje a zefektivnění společných zájmů a aktivit. Posláním této asociace je rozvoj kolektivního investování v ČR s postupným přibližováním se standardům vyspělých zemí, respektive EU. AKAT se rovněž podílí na tvorbě a dodržování podmínek, jež by měli přispět poctivému obchodování na finančních trzích. Pomocí obecně závazných právních předpisů a pokynů, Stanov Asociace, Etického kodexu AKAT usměrňuje, reguluje a kontroluje aktivity svých členů.

Již dříve vzniklé asociace, jimiž byly Asociace investičních společností a fondů – AISF (1991), Sdružení investičních společností – SDIS (1991) a Sdružení investičních společností a fondů z Moravy a Slezska – SISMFS (1992), zapříčinily v červnu 1996 vznik Unie investičních společností za účelem vytvoření jediné organizace, jež by slučovala nejvýznamnější investiční společnosti. Na začátku roku 2006 došlo k rozšíření pravomocí Unie a zároveň ke změně názvu na Asociaci fondů a Asset Managementu v ČR. Počátek AKAT ČR se datuje k 9. 1. 2008, kdy došlo ke sloučení Asociace fondů a Asset Managementu ČR²⁴.

23 Česká republika. Zákon o pojišťovnictví a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pojišťovnictví). In: Sb. 1999, č. 363, 112. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=363/1999&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy. §2.

24 AKAT ČR. *O asociaci* [online]. 2010 [cit. 2. 2. 2012]. Dostupné z: http://www.akatcr.cz/static.do;jsessionid=CDC9390630398C22B8EDBFD9D543545A?page=zakl_popis.html.

ČAP neboli *Česká asociace pojišťoven* vznikla 1. 1. 1994 sdružením komerčních pojišťoven s posláním zastupovat, hájit a prosazovat zájmy nejen českých pojišťoven, ale i jejich klientů vůči orgánům státní správy, legislativě a dalším subjektům. ČAP je od roku 1998 řádným členem Evropské pojišťovací a zajišťovací federace (CEA), v tomto ohledu je jejím dalším posláním podpora zájmů českého pojistného trhu v rámci EU, rozvoj spolupráce s jinými zahraničními asociacemi a institucemi a v neposlední řadě podpora rozvoje pojišťovnictví a pojistného trhu v ČR. ČAP plní řadu úkolů v oblasti a připomínek k právním předpisům týkajících se pojištění či zajištění a poskytuje komentáře nezbytné k úpravě české i evropské legislativy. Zároveň vytváří nástroje zabraňující pojistným podvodům a sjednocuje pravidla a postupy členů. Dále ČAP přispívá k odborné vzdělanosti a informovanosti veřejnosti v oblasti pojišťovnictví a vytváří etická pravidla chování v pojišťovnictví²⁵.

1.2.2 Instituce EU

Instituce v rámci EU mají podle Böhma dvojí charakter (pokud jde o pravomoci v rozhodování). První je tvořen institucemi, kterým byla svěřena na základě aktů primárního práva (např. Maastrichtské či Lisabonské smlouvy) pravomoc v nadnárodním rozhodování. Členské státy se tak dobrovolně vzdaly části své suverenity plnomocně rozhodovat v určitých oblastech. Druhým typem jsou instituce na tradiční mezinárodní úrovni, v nichž jsou zastoupeny jednotlivé členské státy rozhodující většinově v předem dohodnutých oblastech²⁶.

Členské státy Unie

Jak patrně z minulých let, kdy se rozhodovalo o podmínkách vstupu pomocí jednotlivých zakladatelských smluv (Jednotný evropský akt, Smlouva o EU, Amsterodamská smlouva), ale kdy se také jednalo i o podmínkách týkajících se globalizace, bezpečnosti a demografických změn (Lisabonská smlouva) rozhodují o zásadních otázkách převážně členské státy Unie. Pakliže je pravomoc výslovně předána nadstátním institucím, rozhodují v zásadních otázkách tyto²⁷. Do této oblasti, která je převážně v kompetenci daného státu, patří i rozhodování o činnosti země na finančních trzích.

25 ČAP. *O nás* [online]. 2010 [cit. 17. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.cap.cz/Folder.aspx?folder=Lists%2fMenu%2fO+n%C3%A1s>.

26 BÖHM, A. *Ekonomika a řízení pojišťoven v podmínkách po vstupu České republiky do Evropské unie*. ASPI Publishing, 2004, str. 26. ISBN 8073570203.

27 BÖHM, A. *Ekonomika a řízení pojišťoven v podmínkách po vstupu České republiky do Evropské unie*. ASPI Publishing, 2004, str. 27. ISBN 8073570203.

Evropská rada

Je tvořena vrcholnými představiteli členských států a v rámci svých, průměrně čtyř zasedání ročně, stanovuje politické, ekonomické, ekologické a jiné priority, jež svou povahou nelze řešit na národních úrovních jednotlivých států či na úrovni mezinárodní spolupráce. Rozhodnutí jsou obvykle učiněna na základě nejlepší možné shody – konsenzu, avšak existují výjimky, při kterých jsou rozhodnutí přijímána jednomyslně anebo kvalifikovanou většinou. I přes své značné pravomoci a vliv, nemůže schvalovat žádné právní předpisy²⁸.

Evropský parlament

Členy Evropského parlamentu volí občané v přímých volbách na funkční období 5 let. Primárním úkolem Evropského parlamentu je hájit zájmy občanů členských států EU a chránit evropské zájmy. Občané mají právo obracet se na něj buď jednotlivě anebo skupinově formou petic. Jeho pravomoc je na úrovni národních parlamentů členských států avšak o zákonodárnou moc se dělí s Radou. Aktuálně se parlament skládá ze sedmi set třiceti šesti poslanců²⁹.

Rada ministrů

Je tvořena ministry z jednotlivých členských států, konkrétní sestava ministrů závisí na aktuálně projednávaném tématu, a má rozsáhlou výkonnou pravomoc. Lze ji charakterizovat jako nadnárodní i mezivládní organizaci současně. Hlasování probíhá buď kvalifikovanou většinou anebo jednomyslně dle typu a důležitosti jednání. Způsob projednávání je závislý na solidaritě a důvěře, což je v mezinárodních vztazích dost výjimečné a náročné³⁰.

Evropská komise

Figuruje v rámci EU jako jeden z hlavních orgánů, jež kontroluje provádění jednotlivých politik (předkládání návrhů právních předpisů Radě a Parlamentu, spravování rozpočtu EU a přerozdělování financí, dohled na dodržování evropského práva a reprezentování EU na mezinárodní scéně) a využívání finančních prostředků. Skládá se z dvaceti nezávislých členů, jež při své činnosti nepřijímají od žádné vlády či instituce pokyny³¹.

28 EVROPSKÁ UNIE. *About EU: Evropská rada* [online]. [cit. 28. 2. 2012]. Dostupné z: http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/european-council/index_cs.htm.

29 EVROPSKÁ UNIE. *About EU: Evropský parlament* [online]. [cit. 28. 2. 2012]. Dostupné z: http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/european-parliament/index_cs.htm.

30 BÖHM, A. *Ekonomika a řízení pojišťoven v podmínkách po vstupu České republiky do Evropské unie*. ASPI Publishing, 2004, str. 30. ISBN 8073570203.

31 EVROPSKÁ UNIE. *About EU: Evropská komise* [online]. [cit. 28. 2. 2012]. Dostupné z: http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/european-commission/index_cs.htm.

Mezinárodní měnový fond

Vznikl na sklonku druhé světové války, Bretton Woods červenec 1944, s cílem figurovat jako mezinárodní věřitel poslední instance vládám či centrálním bankám, podporovat mezinárodní měnovou spolupráci a devizovou stabilitu a napomáhat vytváření mnohostranných platebních systémů. Hlavním orgánem je výkonná rada s 24 členy z různých regionálních obvodů. Větším podílem jsou zastoupeny Evropské státy, kdežto zástupci rozvíjejících se ekonomik asijských a afrických států jsou zastoupeny menšinově. Zapůjčí-li MMF nějakému státu peněžní prostředky, chce za to na oplátku příslib, že stát provede ekonomické reformy, které MMF považuje za nezbytné³². Nicméně ne každá země, jež potřebuje pro své aktivity zvýšený přísun peněz, nutně musí provést ekonomické reformy. Díky krizi přehodnotil MMF svůj přístup a některým zemím poskytl peněžní prostředky, aniž by na oplátku požadoval reformy³³.

Evropská centrální banka

Evropská centrální banka (ECB) převzala od 1. 1. 1999 zodpovědnost za provádění monetární politiky zemí, které přijaly měnu euro a v této činnosti nahradila jejich centrální banky. Rovněž byla založena jako hlavní součást Euro systému a Evropského systému centrálních bank. ECB má právní subjektivitu podle mezinárodního veřejného práva³⁴.

Evropský systém centrálních bank

„Evropský systém centrálních bank (ESCB) se skládá z ECB a národních centrálních bank (NCB) všech členských států EU bez ohledu na to, zda zavedly, nebo nezavedly euro.“³⁵

Nestátní nezávislé orgány (ESMA, Ratingové agentury)

ESMA je nezávislým orgánem EU, který přispívá k zachování stability finančního systému EU zajišťováním integrity, transparentností, účinným a řádným fungováním trhů s cennými papíry, jakož i zvýšením ochrany investorů. ESMA zejména podporuje sbližování dohledu a to jak mezi regulátory cenných papírů napříč finančními sektory, tak i na základě úzké spolupráce s ostatními evropskými orgány dohledu působícími v oblasti bankovníctví (EBA), a pojištění a zaměstnanecké

32 MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Mezinárodní měnový fond* [online]. 2005 [cit. 8. 4. 2012]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/mfo_imf.html.

33 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 232. ISBN 9788024741024.

34 EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. *ECB, ESCB a Eurosystem* [online]. [cit. 16. 2. 2012]. Dostupné z: <http://www.ecb.eu/ecb/orga/escb/html/index.cs.html>.

35 Tamtéž.

penzijní pojištění (EIOPA)³⁶. Jednou z jejích pravomocí je přímý dohled nad ratingovými agenturami.

Ratingové agentury jsou dalšími dozorovými orgány. Činnost ratingových agentur je popsána v Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 o ratingových agenturách a byla shrnuta Böhmem a Mužákovou takto: „Ratingové agentury vydávají stanoviska o důvěryhodnosti určitého emitenta nebo finančního nástroje. Jinak řečeno, tyto agentury posuzují pravděpodobnost, s jakou emitent obecně nesplní své finanční závazky (rating emitenta) nebo konkrétní dluh či nárok z pevně úročitelného cenného papíru (rating nástroje). Používají přitom rozsáhlé stupnice důvěryhodnosti, které vyjadřují rizika spojená s cenným papírem (tj. pravděpodobnost vzniku platební neschopnosti), přičemž kritická hranice se nachází mezi takzvaným investičním stupněm (nízké riziko) a spekulativním stupněm (vysoké riziko).“³⁷

Jelikož byly v posledních letech ratingové agentury obviněny z nečinnosti, nepružnosti a jisté závislosti při stanovování ratingů jednotlivých bank a finančních nástrojů, upřesnily a zpřísnily se požadavky týkající se analýz a to následovně: požaduje se jakákoliv nezávislost na zadavateli analýz, objektivnost, důslednost a lepší prověřování dostupných informací a čitelnost postupu při udělování hodnocení³⁸. Mezi nejznámější, shodou okolností Americké, ratingové agentury patří Standard & Poor's, Fitch, Moody's. V následující souhrnné tabulce je ukázka ratingů, které tyto firmy používají.

36 ESMA. *About ESMA* [online]. [cit. 7. 3. 2012]. vlastní překlad. Dostupné z: <http://www.esma.europa.eu/>.

37 BÖHM, A. a K. MUŽÁKOVÁ. *Pojišťovnictví a regulace finančních trhů*. Praha: Professional Publishing, 2010, str. 69-70. ISBN 9788074310355.

38 Tamtéž.

Tabulka 1.4 Americké ratingové agentury

Moody's		S&P		Fitch		Hodnocení	Stupeň
Dlouhé období	Krátké období	Dlouhé období	Krátké období	Dlouhé období	Krátké období		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Nejvyšší kvalita	Investiční stupně
Aa1		AA+		AA+			
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-		AA-			
A1		A+	A-1	A+	F1	Střední kvalita – vyšší	
A2	A	A					
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	Střední kvalita – nižší	
Baa1		BBB+		BBB+			
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3		
Baa3		BBB-		BBB-			
Ba1	Not Prime Subprime	BB+	B	BB+	B	Spekulativní	Spekulativní stupně
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+		B+			
B2		B		B			
B3		B-		B-			
Caa1		CCC+	C	CCC+	C	Značná rizika	
Caa2		CCC-		CCC		Extrémně spekulativní	
Caa3		CCC-		CCC-		S velmi nízkou perspektivou	
Ca		CC		CC			
C		C	D	C	D	Velmi vysoká pravděpodobnost úpadku	
		CI					
		D					

Zdroj: Rating: Ratingové stupnice. In: *Wikipedia: the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2001- [cit. 10. 12. 2011]. Dostupné z: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Rating>.

2. Vývoj dohledu v rámci EU

Regulace může mít různé podoby, informačními požadavky počínaje a přísnými opatřeními v podobě kapitálových požadavků konče. Principem dohledu a regulace finančních institucí a trhů je vytvoření dlouhodobé stability a podmínek pro jejich efektivní fungování. Za těchto předpokladů mohou finanční trhy řádně plnit své základní funkce, tj. funkci alokační a cenotvornou, a tím napomáhat k zabezpečení stability a výkonnosti ekonomiky jednotlivých států. Způsob uspořádání institucí, jež se zabývají finanční regulací a dohledem, je legislativně určen zákony konkrétní země. Tyto zákony umožňují a podporují smluvně danou mezinárodní spolupráci regulatorních institucí, jež je reakcí na vzájemnou propojenost národních finančních trhů a výzvy v oblasti stability národních bankovních sektorů, přesuny kapitálu s cílem financování nelegálních ekonomických a teroristických aktivit a snížení rizik s tím spojených³⁹.

ČNB ve své publikaci uvádí: „Rozlišují se dva základní modely institucionálního uspořádání finanční regulace a dohledu a v návaznosti na to i dvě varianty jejich integrace:

1. Sektorový, resp. odvětvový model, v němž jsou finanční regulace a dohled institucionálně uspořádány podle základních sektorů finančního zprostředkování a jenž má tři základní varianty:

- *uspořádání založené na oddělených regulatorních institucích pro bankovníctví, kapitálový trh a investiční služby a pro pojišťovnictví a penzijní připojištění;*
- *částečná integrace dohledu, příkladem je spojení bankovního dohledu s regulací a dohledem nad pojišťovnictvím anebo tzv. dvoupilířový systém, kdy bankovní dohled vykonává např. centrální banka a jiná, samostatná regulatorní instituce vykonává dohled nad nebankovními finančními institucemi a kapitálovým trhem;*
- *úplná integrace to znamená, že jedna instituce vykonává dohled nad všemi základními odvětvími finančního služeb i nad kapitálovým trhem.*

Tento model má čistě empirický základ, protože se opírá o to, jak se historicky vyvinula základní odvětví finančního zprostředkování.

³⁹ Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu v Evropské unii a úloha bank Evropského systému centrálních bank ve finanční regulaci a dohledu. In: [online]. 5. 10. 2006 [cit. 14. 3. 2012]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/...cz/.../dohled.../fin_regulace_eu.pdf. str. 2.

2. Funkcionální model, jenž má rovněž tři základní varianty:

- *uspořádání založené na oddělených regulátorech. To znamená, že existuje jedna instituce pro ochranu investorů a spotřebitelů zaměřená na férové využívání trhů, jedna instituce pro obezřetností regulaci a dohled, dále centrální banka jako věřitel poslední instance, jenž zároveň zodpovídá za stabilitu finančního systému, a konečně regulátor pro hospodářskou soutěž;*
- *částečná integrace, kdy je např. dohled nad obezřetným podnikáním bank i nebankovních finančních institucí soustředěn v centrální bance a v důsledku toho je spojen s dohledem nad finanční stabilitou a funkcí věřitele poslední instance, vedle toho působí samostatný regulátor pro férové využívání trhů a další regulátor pro hospodářskou soutěž;*
- *úplná integrace, která znamená, že jedna regulatorní instituce je pověřena jak dohledem nad obchodováním na finančních trzích, tak i obezřetnostním dohledem, úplná integrace tudíž vede k uspořádání, které je prakticky totožné s úplnou integrací dohledu po odvětvové linii.*

Tento model má teoretický základ. Opírá se totiž o typologii tržních selhání. “⁴⁰

2.1 ČR

Na počátku 90. let 20. století vznikla nutnost transformovat centrálně plánovanou ekonomiku na ekonomiku tržní. V souvislosti s tímto rozvojem došlo k potřebě vytvořit kompetentní dohledové orgány, které budou schopné pomocí legislativy zabezpečit korektní jednání obchodníků, lépe řečeno, že konkrétní obchodník bude jednat čestně, spravedlivě, profesionálně dle zákonů země, ve které vyvíjí svoji podnikatelskou činnost a v zájmu investora.

První dohledový orgán bankovního systému, jak popisuje Tůma, vznikl v bývalé SBČS v roce 1991. Počet zaměstnanců, který měl tuto oblast zabezpečit, byl stejně nedostatečný jako legislativní rámec pro fungování. V té době odpovídalo za regulaci bank hlavně MF. Výkon bankovního dohledu jako takový byl zahájen v průběhu roku 1991, nicméně velká část jeho kapacity byla zaměstnána přípravou a realizací nových zákonů a předpisů centrální banky. Kontrolní činnosti v té době byly zaměřeny především na získávání zkušeností s touto činností, a proto skutečný dohled

⁴⁰ Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu v Evropské unii a úloha bank Evropského systému centrálních bank ve finanční regulaci a dohledu. In: [online]. 5. 10. 2006 [cit. 14. 3. 2012]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/...cz/.../dohled.../fin_regulace_eu.pdf. str. 2 – 3.

nad bankami začal být efektivnější až v průběhu roku 1993. Tímto rokem bylo ukončeno rané stádium regulace bank v ČR (první nucená správa byla zavedena v r. 1993). Zároveň to bylo období, kdy došlo k masivnímu růstu počtu bank. Důsledkem bylo zaostání regulace bank za vývojem samotného bankovního sektoru. Bankovní dohled a regulace zaznamenali podstatnější výkon až v letech 1994 - 1997. Rok 1994 přinesl významné změny v oblasti organizace a legislativy. Bankovní dohled se více soustřeďoval na kontrolní a dohledovou činnost, což vedlo k hlubokým změnám a radikálním intervencím v jednotlivých bankách a také k formulaci Vládního programu na podporu stability českého bankovního sektoru. Dalším významným počinem byl v roce 1994 vznik systému pojištění vkladů. Důležitým milníkem v oblasti bankovního dohledu a regulace byl také rok 1996, ve kterém vstoupil v platnost zákon proti legalizaci výnosů z trestné činnosti. Od roku 1998 bylo cílem stabilizovat bankovní sektor a sladit regulační rámec se standardy EU a s nejlepší mezinárodní praxí. Bankovní dohled se v té době více zaměřil na komplexnější kontroly řízení rizik a systémy vnitřní kontroly v bankách. Existující pravidla kapitálové přiměřenosti, úvěrové angažovanosti a otevřené devizové pozice byla posléze sloučena do jediného dokumentu⁴¹.

Bankovní dohled je rozdělen na dvě části: dohled na dálku a dohlídky na místě. Pomocí dohledu na dálku dochází k pravidelnému hodnocení pozic jednotlivých bank z hlediska dodržování obezřetnostních pravidel a jejich současné finanční situace. Rovněž zahrnuje posouzení záležitostí týkajících se organizace banky, akcionářské struktury, jejího vedení, majetkových podílů v jiných společnostech jak ve finanční tak v nefinanční oblasti, externího auditu, a jiné.

Od r. 1998 je kladen stále větší důraz na dohlídky na místě s cílem rozpoznání kvality řídicích systémů banky, systému její vnitřní kontroly, informačních systémů, atd. Velká pozornost je rovněž věnována kontrole úvěrového portfolia banky, neboť úvěrové riziko je v současné době největším rizikem v českém bankovníctví⁴².

41 TŮMA, Zdeněk. Bankovní sektor v ČR a jeho regulace. In: [online]. 2000 [cit. 4. 3. 2012]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/export/sites/.../tuma_200012_pariz.pdf.

42 Tamtéž.

Z důvodu prolínání kompetencí mezi jednotlivými institucemi vyvstala myšlenka jejich postupného sjednocování. Usnesení vlády č. 452 z 12. května 2004 v tomto ohledu přímo uvádí: „*Usnesením vlády č. 452 dne 12. května 2004 byl schválen záměr postupně integrovat státní dozor nad finančním trhem do jediné instituce. Navrhovaným zákonem je řešena realizace první etapy integrace dozoru, ve které k 1. 1. 2006 dojde:*

- a) k integraci dohledu nad bankami a dohledu nad družstevními záložnami do České národní banky (dále jen „ČNB“),*
- b) k integraci státního dozoru nad kapitálovým trhem se státním dozorem v pojišťovnictví a penzijním připojištění do Komise pro cenné papíry.*

Na konci první etapy tak vzniknou dva dozorové orgány, které budou ve druhé etapě integrovány do jediné instituce dozoru nad finančním trhem. Ve druhé etapě budou řešeny i dosud otevřené otázky, například konkrétní formy a působnosti této budoucí instituce. Realizace druhé etapy se předpokládá nejpozději k datu přistoupení České republiky do Hospodářské a měnové unie.“⁴³

Do roku 2004 existovaly na českém finančním trhu čtyři hlavní dohledové organizace:

1. ČNB vykonávající dohled nad bankovním trhem,
2. Úřad pro dohled nad družstevními záložnami,
3. Komise pro cenné papíry (zřízena na základě zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu) dohlížející na investiční trh,
4. Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění, tento úřad byl zároveň pod správou MF (kvůli dodržování ustanovení § 33 zákona č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem) a Komise pro cenné papíry (penzijní fondy zhodnocují svěřené prostředky pomocí investičních nástrojů a obchodování s investičními nástroji na vlastní účet).

Každá z výše zmíněných institucí disponovala svými řídicími mechanismy, kompetencemi, kontrolními systémy a finančními zdroji. V důsledku toho občas docházelo mezi těmito institucemi k překryvu jejich dozorových aktivit a pravomocí. V současné době dosáhl regulatorní rámec v ČR vysokého stupně harmonizace s mezinárodními standardy a je zde i nadále snaha průběžného zefektivňování dohledu nad finančními trhy⁴⁴.

⁴³ Důvodová zpráva k návrhu zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocováním dozoru nad finančním trhem: k zákonu č. 57/2006. Česká republika, 25. 5. 2005.

⁴⁴ Tamtéž.

Více než osmdesát procent objemu finančních aktiv kontrolovaných institucí je regulováno a dozorováno jediným subjektem a to ČNB. V tomto směru je v ČR dosaženo poměrně vysoké koncentrace dozoru, neboť klíčovou úlohu na českém finančním trhu, podobně jako v jiných zemích, kde je rozvinutý bankovní sektor, hrají banky. Zároveň je nutno poznamenat, že četnými zakladateli ostatních finančních podniků jsou rovněž banky (včetně těch, které plně či částečně podléhají jiným dozorovým úřadům). Integrace dozoru finančních trhů byla prováděna postupně, ve dvou etapách. V etapě první došlo ke sloučení bankovního dohledu s dohledem nad družstevními záložnami, a zároveň ke sloučení dozoru nad pojišťovnami a penzijním připojištěním s dozorem nad kapitálovým trhem prováděným Komisí pro cenné papíry (KCP). ČNB vykonávající bankovní dohled tak přebrala kontrolu nejen nad družstevními záložnami, ale v dubnu 2006 i nad KCP. Tím byla splněna i druhá fáze, ve které mělo dojít ke sloučení dozorů vykonávaných dvěma institucemi do jedné⁴⁵.

2.2 EU

Ve světě se užívané modely regulace a dozoru finančních trhů od sebe navzájem značně liší. Příčinu možno nalézt v odlišném historickém, politickém a ekonomickém vývoji jednotlivých zemí. Konkrétně jde především o rozdílné právní systémy, politické programy a ekonomické podmínky fungování finančních trhů. Lze konstatovat, že v současné době neexistuje univerzální evropský či světový model uspořádání dozoru, neboť se používají různé formy integrované či sektorové kontroly finančních trhů. Avšak snaha sjednocování dozorových institucí do instituce jediné přetrvává. Ani Evropská unie zatím nevydala žádné směrnice týkající se organizace dozorových činností a dozorových institucí. Nicméně jak je uvedeno v důvodové zprávě k zákonu č. 57: *„Na základě studií Světové banky a dalších institucí lze vypožorovat nepochybnou tendenci k integraci dozoru nad finančními institucemi a finančními trhy. Zároveň se zvyšují tlaky na sblížení či unifikaci celé řady regulačních a dozorových aktivit na mezinárodní úrovni.“*⁴⁶

2.2.1 Larosièrova zpráva

V důsledku událostí z let 2007 - 2008 a nedostatečného regulatorního uspořádání dozorových institucí v rámci EU, byl v říjnu 2008 prezidentem Evropské komise José Manuelem Barrosem

45 Důvodová zpráva k návrhu zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocováním dozoru nad finančním trhem: k zákonu č. 57/2006. Česká republika, 25. 5. 2005.

46 Tamtéž.

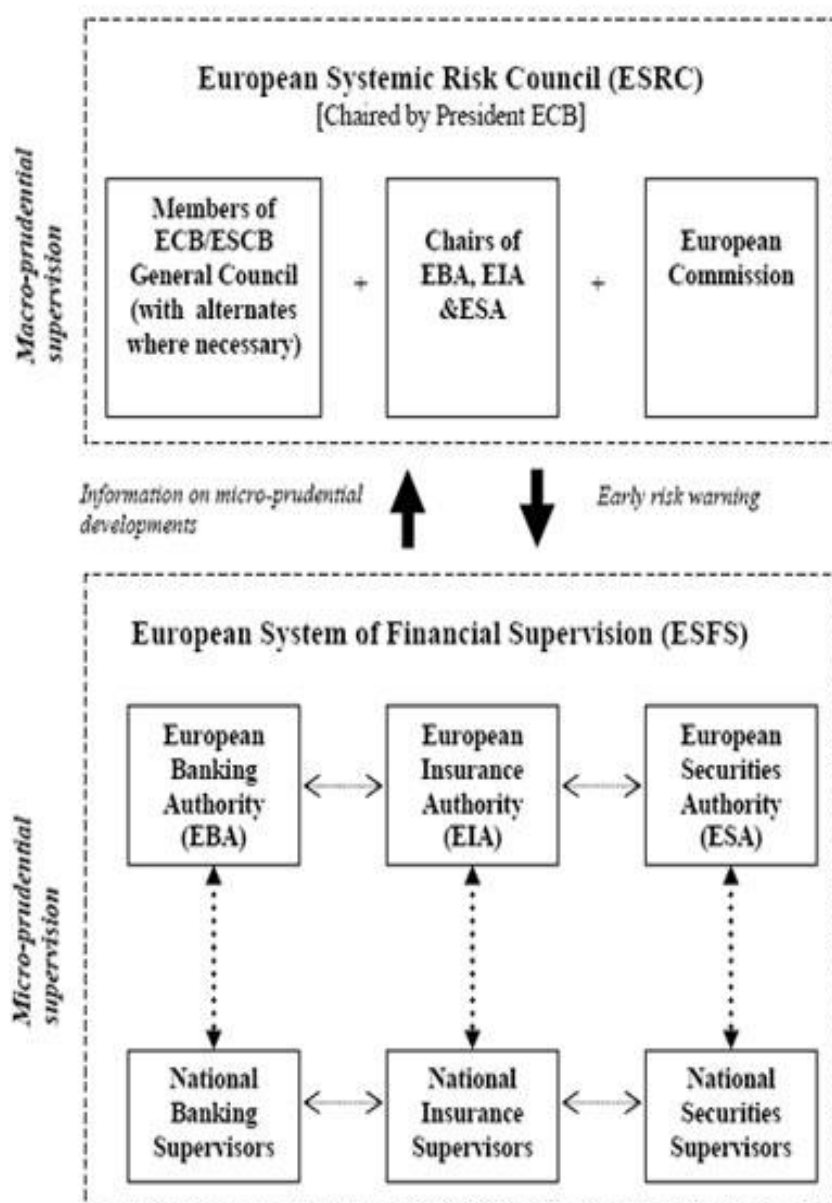
požádán bývalý šéf Mezinárodního měnového fondu Jacques de Larosière o vypracování zprávy jejíž hlavním tématem byl finanční dohled v EU a legislativní návrhy, které měli zajistit budoucí finanční stabilitu EU a včasné odhalování možných rizik.

Larosière a jeho tým ve své zprávě nejprve poukazují na příčiny finanční krize (makroekonomické otázky, risk management, role ratingových agentur, selhání vlád či korporátního managementu) a zároveň na urgentnost a nutnost opatření, jež by měla být provedena ve všech finančních oblastech a to jak na mezinárodní úrovni, tak i na globální úrovni. Zpráva poukazuje také na to, že by EU měla po stránce finanční regulace více komunikovat s klíčovými partnery, jimiž jsou Japonsko, Brazílie, Indie Rusko, Čína, Saudská Arábie a další rozvíjející se země. Larosière a jeho tým navrhuje nové uspořádání finančního dohledu se zabezpečením finanční stability. Rovněž apelují, aby se ECB více zapojila do dohledu nad bankovními činnostmi⁴⁷.

V řadě četných doporučení (31 doporučení) mimo jiné navrhuje vytvoření jednotného dohledu nad ratingovými agenturami nebo zřízení celoevropské decentralizované sítě finančních dohledových orgánů. Role aktuálních dohledových orgánů by ovšem neměla být nijak omezena a i nadále by vykonávaly své každodenní dozorové aktivity. Současně by mělo dojít ke vzniku dvou úřadů, jež by finanční dohled v EU zastřešovaly. Prvním orgánem by měl být Evropský systém finančního dohledu (ESFS – European System of Financial Supervisors) a druhým Evropská rada pro systémová rizika (ESRC – European Systemic Risk Council), jemuž by předsedala Evropská centrální banka. Jak už její název napovídá, jejím úkolem by bylo posuzovat rizika celého finančního systému⁴⁸. Následující obrázek znázorňuje schéma dohledu nad finanční sférou.

47 THE DE LAROSIÈRE GROUP. *The high-level group on financial supervision in the EU: Report* [PDF]. Brusel, 25. 2. 2009 [cit. 28. 3. 2012]. Dostupné z: ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf. Vlastní překlad.

48 VLÁDA ČESKÉ REPUBLIKY. *Vyšla dlouho očekávaná zpráva EK o finančním dohledu* [online]. 26. 2. 2009 [cit. 28. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/cz/media-centrum/aktualne/vysla-dlouho-ocekavana-zprava-ek-o-financnim-dohledu-54238/>.



Obrázek 2.1: Schéma dohledu nad finanční sférou

Zdroj: THE DE LAROSIÈRE GROUP. *The high-level group on financial supervision in the EU: Report* [PDF]. Brusel, 25. 2. 2009 [cit. 28. 3. 2012]. Dostupné z: ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiére_report_en.pdf

Larosière a jeho tým zdůrazňují, že práce na zefektivnění činností dohledových orgánů, v podobě preventivních a zábranných opatření, musí začít okamžitě, aby do budoucna nedocházelo k podobným událostem⁴⁹.

⁴⁹ THE DE LAROSIÈRE GROUP. *The high-level group on financial supervision in the EU: Report* [PDF]. Brusel, 25. 2. 2009 [cit. 28. 3. 2012]. Dostupné z: ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiére_report_en.pdf, vlastní překlad.

S hypoteční krizí z roku 2007 plynule se převtělující do dluhové krize EU a v návaznosti na Larosièrovu zprávu vznikla potřeba zvýšeného dohledu a regulace finančních trhů EU. Proto na začátku roku 2011 byla zahájena činnost tří regulačních orgánů, jejichž posláním je dohled nad hladkým fungováním finančních trhů. Na vzniku těchto tří orgánů, jimiž jsou Evropský orgán pro bankovníctví (EBA), Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA) a Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA), se podíleli členské státy společně s Evropským parlamentem v září 2010. Mimo tyto tři instituce nyní v EU funguje také čtvrtý regulační orgán zodpovědný za celkovou stabilitu finančního sektoru a za makroekonomickou stabilitu s hlavním úkolem upozorňovat na rizika, která by mohla ohrozit evropský finanční trh a s ním i celé hospodářství EU. Touto institucí je Evropská rada pro systémová rizika (ESRB). Činnost ESRB je pod dohledem ECB. Mimo kontrolu nad bankami, pojišťovnami a trhy cenných papírů, je úkolem těchto nových orgánů upozornit členské země EU na možná ohrožení, jakými mohou být například spekulativní bubliny. Nastane-li naléhavá situace, mají též pravomoc dočasného omezení či pozastavení obchodování s určitými produkty či službami. Členy nově vzniklých institucí jsou představitelé národních orgánů, v jejichž kompetenci je mimo jiné i dohled nad příslušnými trhy ve své zemi. Pro začátek byla vytvořena společná pravidla, zavedeny způsoby koordinace činností národních regulátorů a hladké převzetí pravomocí od dosavadních orgánů pro dohled nad finančními trhy⁵⁰.

50 Dohled nad finančními trhy: EU vypustila hlídaci psy. [online]. 4. 1. 2011 [cit. 18. 3. 2012]. ISSN 1803-2486. Dostupné z: <http://www.euractiv.cz/print-version/clanek/dohled-nad-financnimi-trhy-eu-vypustila-hlidaci-psy-008302>.

3. Postup implementace do legislativy ČR

Právo ES neboli komunitární právo je tvořeno právem primárním, sekundárním a rozsudky Soudního dvora. Součástí práva ES je právo zvykové včetně nepsaných alkálií, jež bylo přejato z vnitrostátních právních řádů či zásad. Primární právo ES je tvořeno zakladatelskými smlouvami o Evropských společenstvích a jejich doplňujícími smlouvami. Právo sekundární pak tvoří nařízení, směrnice a rozhodnutí vydávaná Radou. Právo ES je nadřazeno právu národnímu a v rámci členských států EU je používáno všemi subjekty. Cílem tohoto uspořádání je dosažení ekonomické integrace, vytvoření jednotného trhu, sjednocení pravidel podnikání a v neposlední řadě ochrana spotřebitele. Jak již bylo zmíněno dříve, kulturní a jiné zvyklostní rozdíly v národních hospodářstvích jednotlivých států vyžadují postupné kroky k dosažení výše uvedeného cíle⁵¹.

Finanční trh, tak jak jej v dnešní podobě známe, je v ČR ve srovnání s jinými zeměmi a státy, poměrně mladým trhem, a proto neustále dochází k dílčím legislativním úpravám. Právo ČR je postupně přizpůsobováno právu ES. Jedním z mnoha příkladů je novela č. 126/2002 Sb. k zákonu č. 21/1992 Sb. o bankách jež musela být s blížícím se vstupem ČR do EU upravena a aktualizována. Od března 1998 do prosince 2002, jak uvádí Böhm, byla porovnávána veškerá legislativa ES/EU s českým právním řádem a byly přijaty závazky k dosažení plné kompatibility práva ČR s právem ES⁵². Nejsložitější, avšak bez vážnějších problémů, prodiskutovanou legislativní oblastí byl volný pohyb služeb. Ten má zajistit hladký průběh jakýchkoliv transakcí v oblastech, kterými jsou například bankovníctví, pojišťovnictví, investiční služby, trhy s cennými papíry, ochrana osobních údajů, přenos informací a jiné.

V rámci postupného harmonizace se v oblasti finanční nejčastěji zmiňuje *princip jednotného pasu*, v případě bank *princip jednotné bankovní licence*. Na jejich základě lze s licenci či povolením uděleným v jedné členské zemi, kde má podnikatel nebo finanční instituce své sídlo, působit v kterékoliv jiné členské zemi v rámci jednotného trhu ES, pouze na základě oznamovací povinnosti místně příslušnému orgánu té které členské země, jež danou činnost schválí. Dle míry včlenění do ekonomiky jiné země z Evropského hospodářského prostoru lze hovořit o provozování činností na bázi zakládání poboček či na bázi poskytování přímých služeb a zároveň bez nutnosti pobočky zakládat⁵³.

51 BÖHM, A. *Ekonomika a řízení pojišťoven v podmínkách po vstupu České republiky do Evropské unie*. ASPI Publishing, 2004, str. 32. ISBN 8073570203.

52 Tamtéž, str. 15.

53 Tamtéž, str. 38.

Celou legislativu týkající se finančního trhu připravuje v České republice MF, popřípadě ministerstvo spravedlnosti a ČNB, jež zároveň vydává prováděcí vyhlášky a opatření. „ČNB také vydává na podporu účastníků trhu řadu výkladových a metodických materiálů formou úředních sdělení a odpovědí na dotazy. Přímo závazná pravidla i metodické materiály vydávají stále častěji i orgány Evropské unie.“⁵⁴

Následující tabulky zahrnují aktuální konkrétní zákony a vyhlášky zabývající se regulací finančního trhu. Je z nich patrná složitost naší legislativy, neboť některé vyhlášky a zákony zohledňují a zahrnují více oblastí. Příkladem je zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, jež je určen jak pro oblast kolektivního investování, tak pro penzijní společnosti a fondy, obchodníky s cennými papíry a investiční zprostředkovatele.

⁵⁴ Dohled: legislativní základna. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. www.cnb.cz [online]. [cit. 10. 10. 2011]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/.

Tabulka 3.1 *Zákony a přímo závazné předpisy s EU*

Zákony a přímo závazné předpisy EU	
Banky a družstevní záložny	Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách Zákon č. 87/1995 Sb., o spořitelních a úvěrových družstvech Zákon č. 96/1993 Sb., o stavebním spoření
Pojišťovny, zajišťovny a pojišťovací zprostředkovatelé	Zákon č. 168/1999 Sb., o pojištění odpovědnosti z provozu vozidla Zákon č. 37/2004 Sb., o pojistné smlouvě Zákon č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví Zákon č. 38/2004 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích a samostatných likvidátorech pojistných událostí
Penzijní společnosti a fondy	Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem Zákon č. 340/2006 Sb., o činnosti institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění Zákon č. 426/2011 Sb., o důchodovém spoření (účinnost převážně od 1. ledna 2013) Zákon č. 427/2011 Sb., o doplňkovém penzijním spoření (účinnost převážně od 1. ledna 2013) Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu
Obchodníci s cennými papíry, investiční zprostředkovatelé	Zákon č. 256/2004Sb., o podnikání na kapitálovém trhu Prováděcí nařízení č. 1287/2006 k směrnici o trzích s finančními nástroji Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu
Kolektivní investování	Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování Nařízení Komise 583/2010 ke klíčovým informacím pro investory standardních fondů Nařízení Komise 584/2010 k notifikacím standardních fondů Nařízení Evropské centrální banky (ES) č. 958/2007 o statistice aktiv a pasiv investičních fondů Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu
Finanční konglomeráty	Zákon č. 377/2005 Sb., o finančních konglomerátech
Regulované trhy, vypořádání a ochrana regulovaného trhu	Zákon č. 256/2004Sb., o podnikání na kapitálovém trhu Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

Zdroj: Dohled: legislativní základna. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. www.cnb.cz [online]. [cit. 18. 3. 2012]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/ vlastní zpracování.

Tabulka 3.2 Vyhlášky a opatření ČNB

Vyhlášky a opatření ČNB
Banky a družstevní záložny
Pravidla obezřetného podnikání – vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry
Úplné znění vyhlášky č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky
Vyhláška č. 192/2011 Sb.
Vyhláška č. 58/2012 Sb.
Vyhláška č. 195/2011 Sb., o činnosti depozitáře fondu kolektivního investování a ujednáních depozitářské smlouvy standardního fondu
Opatření č. 2 ze dne 18. listopadu 2011, o předkládání výkazů bankami a pobočkami zahraničních bank České národní bance
Opatření České národní banky č. 1/2010 věst. ČNB, o předkládání výkazů spořitelními a úvěrními družstvy České národní bance, ve znění opatření České národní banky č. 1/2011 věst. ČNB
Opatření č. 1 ze dne 21. listopadu 2011, kterým se mění opatření č. 1 ze dne 19. října 2010, o předkládání výkazů spořitelními a úvěrními družstvy České národní bance.
Opatření č. 1 ze dne 19. října 2010, o předkládání výkazů spořitelními a úvěrními družstvy České národní bance. Opatření nabývá účinnosti dnem 1. ledna 2011.
Opatření č. 5 ze dne 11. června 2004, kterým se stanoví obsah, způsob vedení a náležitosti evidence krytí hypotečních zástavních listů v oběhu
Úplné znění vyhlášky č. 164/2002 Sb., o podmínkách přístupu k informacím v informační databázi České národní banky - Centrální registr úvěrů
Vyhláška č. 292/2010 Sb.
Opatření č. 5 ze dne 1. srpna 2002, kterým se stanoví metodika předkládání vybraných údajů pro centrální registr úvěrů bankami a pobočkami zahraničních bank České národní bance
Pojišťovny, zajišťovny a pojišťovací zprostředkovatelé
Vyhláška č. 359/2010 Sb., kterou se mění vyhláška č. 433/2009 Sb., o způsobu předkládání, formě a náležitostech výkazů pojišťovny a zajišťovny
Vyhláška č. 434/2009 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o pojišťovnictví (účinná od 1. 1. 2010)
Vyhláška č. 205/1999 Sb., kterou se provádí zákon č. 168/1999 Sb., o pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou provozem vozidla
Vyhláška č. 582/2004 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o pojišťovacích zprostředkovatelích a likvidátorech pojistných událostí
Penzijní společnosti a fondy
Úplné znění vyhlášky č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky
Vyhláška č. 192/2011 Sb.
Vyhláška č. 58/2012 Sb.
Vyhláška č. 57/2012 Sb., o minimálních náležitostech statutu účastnického fondu a důchodového fondu
Vyhláška č. 195/2011 Sb., o činnosti depozitáře fondu kolektivního investování a ujednáních depozitářské smlouvy standardního fondu
Vyhláška č. 194/2011 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel v kolektivním investování a ujednáních depozitářské smlouvy
Vyhláška č. 302/2010 Sb., o předkládání výkazů a dalších informací penzijními fondy České národní bance pro účely dohledu. Vyhláška nabývá účinnosti dnem 1. ledna 2011.
Obchodníci s cennými papíry, investiční zprostředkovatelé
Vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry

Úplné znění vyhlášky č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky
Vyhláška č. 192/2011 Sb.
Vyhláška č. 58/2012 Sb.
Vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb
Vyhláška č. 276/2010 Sb., o předkládání výkazů a dalších informací obchodníky s cennými papíry České národní bance. Vyhláška nabývá účinnosti dnem 1. ledna 2011.
Vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti
Vyhláška č. 231/2009 Sb., o náležitostech a způsobu vedení deníku obchodníka s cennými papíry a náležitostech a způsobu vedení evidence investičního zprostředkovatele
Vyhláška č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci, ve znění pozdějších předpisů
Kolektivní investování
Nařízení vlády č. 189/2011 Sb., o sdělení klíčových informací speciálního fondu kolektivního investování
Vyhláška č. 195/2011 Sb., o činnosti depozitáře fondu kolektivního investování a ujednáních depozitářské smlouvy standardního fondu
Vyhláška č. 194/2011 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel v kolektivním investování a ujednáních depozitářské smlouvy
Vyhláška č. 193/2011 Sb., o minimálních náležitostech statutu fondu kolektivního investování a podmínkách pro užívání označení krátkodobý fond peněžního trhu a fond peněžního trhu
Úplné znění vyhlášky č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky
Vyhláška č. 192/2011 Sb.
Vyhláška č. 58/2012 Sb.
Vyhláška č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti
Vyhláška č. 414/2004 Sb., o odměně nuceného správce, likvidátora a správce konkursní podstaty některých poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu a o náhradě jejich hotových výdajů
Vyhláška č. 358/2010 Sb., o předkládání výkazů a dalších informací investiční společností a fondem kolektivního investování České národní bance. Vyhláška nabývá účinnosti dnem 1. ledna 2011 s výjimkou ustanovení § 2 odst. 2, které nabývá účinnosti dnem 1. července 2011.
Finanční konglomeráty
Vyhláška č. 347/2006 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona o finančních konglomerátech
Regulované trhy, vypořádání a ochrana regulovaného trhu
Úplné znění vyhlášky č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci
Vyhláška č. 191/2011 Sb.
Úplné znění vyhlášky č. 233/2009 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky
Vyhláška č. 192/2011 Sb.

Vyhláška č. 58/2012 Sb.
Vyhláška č. 236/2008 Sb., o informačních povinnostech organizátora regulovaného trhu a provozovatele mnohostranného obchodního systému,
Vyhláška č. 235/2008 Sb., o informačních povinnostech provozovatele vypořádacího systému a centrálního depozitáře cenných papírů
Vyhláška č. 114/2006 Sb., poctivé prezentaci investičních doporučení
Vyhláška č. 58/2006 Sb., o způsobu vedení samostatné evidence investičních nástrojů a evidence navazující na samostatnou evidenci, ve znění pozdějších předpisů

Zdroj: Dohled: legislativní základna. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. www.cnb.cz [online]. [cit. 18. 3. 2012]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/ vlastní zpracování.

MiFID

MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) je směrnicí o trzích finančních nástrojů vydaná Evropským parlamentem a Radou 2004/39/ES dne 21. dubna 2004. Do české legislativy byla implementována novelou zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu.

V této souvislosti byla přijata další nařízení a směrnice:

1. Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, která zavádí MiFID z hlediska organizačních požadavků a provozních podmínek investičních podniků a dále vymezuje pojmy pro účely směrnice MiFID.

2. Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, která se zaměřuje na implementaci MiFID z hlediska povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnosti trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a vymezuje pojmy pro účely směrnice MiFID.

Tyto tři evropské právní předpisy spolu tvoří jeden integrální celek, kde MiFID je tzv. rámcovou směrnicí⁵⁵.

„MiFID a směrnice Komise 2006/73/ES je zakotvena do českého práva prostřednictvím národních právních předpisů České republiky, a to především zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se novelizoval zákon. č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Uvedená novela stanovuje 5-ti měsíční přechodné období, tj. do 30. 11. 2008, ve kterém jsou jednotliví obchodníci s cennými papíry povinni přizpůsobit své podnikání tomuto zákonu. Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 je v České republice aplikovatelné přímo.“⁵⁶

55 Osobní finance: Právní rámc. ČESKÁ SPOŘITELNA, a. s. www.csas.cz [online]. 12. 12. 2011 [cit. 12. 12. 2011]. Dostupné z: http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/sc_2863.xml.

56 Osobní finance: Právní rámc. ČESKÁ SPOŘITELNA, a. s. www.csas.cz [online]. 12. 12. 2011 [cit. 12. 12. 2011]. Dostupné z: http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/sc_2863.xml.

UCITS

UCITS (Undertakings of Collective Investments in Transferable Securities Directive) je Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 29. října 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP). Směrnice upravuje legislativu týkající se investování do cenných papírů kolektivního investování. Cílem této úpravy je posílit ochranu zájmů klienta a zlepšit informovanost o investičních produktech. Touto směrnicí se musí řídit všechny banky, investiční společnosti a fondy v ČR⁵⁷.

57 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *UCITS*. 2012.

4. Analýza dopadů a rizik souvisejících s dohledem na jednotlivých trzích (EU a ČR)

Na základě historických zkušeností je známý přímý vztah mezi krizemi a reformami či regulacemi finančního systému. Výrazné výkyvy na trzích poukazují jak na nedokonalost finančních trhů, tak na nedokonalost současných dohledových a regulatorních institucí. V tomto ohledu lze říci, že problémem je mimo jiné i neadekvátně vysoký počet regulačních institucí na finančních trzích a jejich nedostatečná koordinace. I sebelépe nastavená pravidla regulace a dohledu mohou selhat, nebudou-li je regulátoři v plné míře a důsledně v kritických dobách prosazovat⁵⁸. Roubini a Mihm předpokládají, že se krize budou vyskytovat častěji v kratších časových úsecích a budou se spíše zesilovat⁵⁹. Otázkou je, zda zefektivnění regulace natrvalo zabrání podobným výkyvům, či je eliminuje.

Další podstatnou otázkou je, zda jsou skutečně krize nedílnou součástí soudobého kapitalismu, jak poukazují Roubini a Mihm s odkazem na Marxe, a následně i vodítkem k jeho bezprostřednímu a nevyhnutelnému kolapsu⁶⁰.

I finanční zprostředkovatelé, jak uvádějí Roubini a Mihm s odkazem na Minského, který navazuje na Keynese, hrají v dnešní moderní ekonomice čím dál tím větší a důležitější roli, jelikož svými komplikovanými nástroji svazují věřitele a dlužníky do spleťtých finančních sítí⁶¹.

Za nestabilitu finančních trhů jsou do jisté míry zodpovědné, někdy nekontrolovatelně expandující, finanční instituce a využívání netransparentních finančních nástrojů. Příkladem toho může být proces sekuritizace anebo dluhová zajištění (CDO).

4.1 Sekuritizace

Jelikož banky a jiné finanční instituce poskytovaly na základě svého podnikatelského záměru, ale často i v souvislosti s nepromyšlenými politicko-ekonomickými sliby vlád úvěry, aniž by si ověřily bonitu klientů, došlo v krizových letech v důsledku snížení příjmů žadatelů k jejich nesplacení. Nesplacitelné úvěry zatěžující obchodní bilanci finančních institucí byly následně vyjmuty

58 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 163. ISBN 9788024741024.

59 Tamtéž, str. 189.

60 Tamtéž, str. 44-45.

61 Tamtéž, str. 49.

z účetnictví a poslány do další společnosti, kde byly za náležitý poplatek přetvořeny na složitější a netransparentní cenné papíry, které se dál poskytovaly důvěřivým investorům celého světa bez možnosti prověření rizika. Proces sekuritizace neboli převod rizikových produktů do bezpečnějších se stal v devadesátých letech a první dekádě nového tisíciletí tak pohodlný a samozřejmý, že poskytovatelé finančních služeb již nepodrobovali žadatele o krátkodobé či dlouhodobé úvěrové produkty přísnému a důkladnému posouzení. Oblíbenost tohoto procesu je zřejmá v tom, že se sekuritizovalo vše, studentskými půjčkami počínaje, přes kreditní karty, hypoteční úvěry a korporátní úvěry, pronájmy letadel, až po nezaplacené daňové pohledávky a další finanční instrumenty. Proces sekuritizace a z ní vzniklé finanční produkty je oblastí, která určitě vyžaduje vyšší nároky na transparentnost, kontrolu a standardizaci⁶².

4.2 CDO

CDO (Collateralized Debt Obligation) je zajištění úvěrového selhání v podobě swapů, jež v dobrých časech generovalo ohromné zisky a odměny, ale v časech špatných dokázalo dovést finanční konglomeráty ke krachu. CDO se dělí na tři tranše: nejrizikovější (zároveň s potenciálem vysokého výnosu či ztráty), středně rizikové a nejméně rizikové (nízké procento návratnosti, ale v případě rizika jsou investoři ve výplatě oproti ostatním držitelům tranší upřednostněny). CDO rovněž mělo zástupnou funkci složitých cenných papírů, jež mělo zajišťovat buď hypoteční obligace, úvěrové obligace či jiné druhy obligací. Ty se pro jistotu ještě mezi sebou kombinovali a jinak různě promíchávali a odstupňovali po tranších tak, že mohli vzniknout troj a vícenásobné kombinace CDO. Důsledkem byl složitý netransparentní finanční systém s náchylností ke kolapsu bez regulovaného dohledu. I zde je prostor pro vytvoření transparentnějších a standardizovanějších produktů⁶³.

62 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 62, 170-173. ISBN 9788024741024.

63 Tamtéž, str. 63-64, 170-173.

4.3 Finanční trhy

Po roce 1988 (Jednotný evropský akt 1986, direktivy z roku 1988) byla odstraněna všechna omezení volného pohybu kapitálu mezi rezidenty EU. Do té doby nebyly trhy EU příliš integrované⁶⁴. Hlavním cílem volného pohybu kapitálu v rámci ES bylo podpořit obchodní aktivity. Například národní politika konkrétního státu neměla bránit podniku založenému v jiném členském státu EU v podnikání na jeho území. Takto mohlo volně docházet k přesunu kapitálu potřebného pro zahájení podnikání⁶⁵. Výraznou překážkou volného pohybu kapitálu však zůstávala nejednotná měna a monetární politika, například udržování fixních měnových kurzů a s tím související náklady směny.

Baldwin a Wyplosz zdůrazňují, že přijetí eura odstranilo zbylé překážky v podobě měnového rizika. Za předpokladu jednotné měny nebude muset docházet k obavám, v jaké měně jsou aktiva vydávána a dlužníci mohou využít celou oblast EU pro získání volných finančních prostředků. Existence jednotné měny má rovněž své nevýhody. Jednou z nich je nižší potenciál diverzifikace. V době nesjednocené měny mohl střadatel využít instrumenty v různých měnách, čímž diverzifikoval své portfolio a snižoval riziko. Při existenci jednotné měny je pro dosažení vyššího stupně diverzifikace potřeba zahrnout do svých portfolií aktiva i z jiných částí světa⁶⁶. Toho využili domácnosti i firmy z rozvíjejících se zemí k hypotečním a podnikatelským půjčkám. Tyto země se spolehly se na nízké úrokové sazby v cizích měnách a vzali si půjčky ze stabilnějších a spolehlivějších zemí. Příkladem je Maďarsko, které spoléhalo na nízké úrokové sazby a přijatelný kurz ke švýcarskému franku a euru a vzalo si hypoteční a státní úvěry v jiné než své měně⁶⁷. V rozpuku krize investoři opustili rozvíjející se země, což ovlivnilo jak úrokové sazby směrem nahoru, tak kurzy měn. Vlastníkům úvěrů se zvedly měsíční náklady na splátky úvěrů, což mnohonásobně zatížilo výdaje domácností, firem a státu. Důsledky se následně projeví v hospodářském poklesu země a v portfoliích bank, jež tyto úvěry poskytly a ve větších rozpočtových nákladech domácností⁶⁸. Druhou nevýhodou společné měny je ztráta možnosti využití kurzu jako nástroje měnové politiky, což je problém zejména za situace výrazně rozdílných struktur a stupňů vývoje ekonomiky, což je patrné ze soudobé ekonomické situace na trhu, kdy bohatší státy doplácí na chudší, fiskálně nezodpovědné.

64 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 446-447. ISBN 97880247180701.

65 BÖHM, A. *Ekonomika a řízení pojišťoven v podmínkách po vstupu České republiky do Evropské unie*. ASPI Publishing, 2004, str. 41. ISBN 8073570203.

66 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 450. ISBN 97880247180701.

67 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 112. ISBN 9788024741024.

68 Tamtéž, str. 118.

Byť je integrace finančních trhů zmiňována jako 100%, není tomu tak. Vždy budou přetrvávat určité národní difference, například v podobě kulturních tradic jednotlivých zemí, jež se odráží v přístupech obyvatel k investování a ekonomickému smýšlení, anebo ve způsobu a efektivitě hospodaření jednotlivých států, jak se je možné na základě aktuálního ekonomického vývoje přesvědčit. Baldwin a Wyplosz rovněž poukazují na lišící se národní regulace, jež nepodporují jednotný bankovní trh, ale naopak národní instituce chrání doma vzniklé banky a ve svém důsledku tak mohou omezovat konkurenci⁶⁹. Další překážkou dokonalé integrace jsou odlišná daňová opatření. Kupříkladu možnost otevřít si účet v konkrétní zemi bývá ovlivněna spíše daňovými a nákladovými důvody než kvalitou jednotlivých služeb, což směřuje k daňovým únikům⁷⁰. Jedním z opatření eliminace daňových úniků je Směrnice Rady 2003/48/EC o zdanění příjmů z úspor v podobě úrokových plateb s platností od 1. 7. 2005. Na jejímž základě banky umístěné na území EU musí hlásit své zahraniční klienty svým daňovým úřadům⁷¹.

Kvůli snižování nákladů institucí participujících na finančních trzích dochází k fúzování, které má za následek vznik velkých firem, jež v důsledku toho ovládají trh, a jejich vzájemná obchodní propojenost vede k zadluženosti ve velkých objemech. V tomto ohledu je důležitá jejich regulace, která je řešena v ČR zákonem 377/2005 Sb., o finančních konglomerátech a navazujícími předpisy EU/ES (Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/87/ES ze dne 16. prosince 2002 o doplňkovém doзору nad úvěrovými institucemi, pojišťovnami a investičními podniky ve finančním konglomerátu)⁷². Jestliže dojde v důsledku velké zadluženosti ke kolapsu jedné gigantické firmy, vede to ke krachu i ostatních na ni napojených společností. Například FED v roce 2011 začal aktivně ze strachu před rozmachem evropské dluhové krize prověřovat americké banky, které mají významnější pobočky nebo jsou propojeny s evropskými vlastníky⁷³. Roubini a Mihm

69 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 452. ISBN 97880247180701.

70 Tamtéž, str. 452.

71 MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Informace k uplatňování Směrnice Rady 2003/48/ES o zdanění příjmů z úspor v podobě úrokových plateb* [online]. 13. 6. 2005 [cit. 29. 2. 2012]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/dc2_dane_18041.html.

72 Česká republika. Zákon o doplňkovém doзору nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy, institucemi elektronických peněz, pojišťovnami a obchodníky s cennými papíry ve finančních konglomerátech a o změně některých dalších zákonů (zákon o finančních konglomerátech). In: *Sb.* 2005, č. 377, 132. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=377/2005&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

73 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

v této záležitosti navrhuji zavést vyšší poměry kapitálové přiměřenosti a rozpad (oddělení) finančních konglomerátů⁷⁴.

Při dlouhodobém poklesu aktiv, ti kteří vlastní jejich velké množství, například banky, pojišťovny, penzijní fondy, se stanou nesolventními a mnohé poté mohou zkrachovat, což povede k přesunu problému z finančních institucí na celoeconomickou úroveň. Příkladem je hypoteční krize a stále přetrvávající dluhová krize EU. Význam světové hospodářské škody je zřejmý vlivem na náklady a dostupnost úvěrů, rozpočty domácností, hypotéky, důchodové systémy, financování chodu malých i velkých firem, mnohem omezenější financování velkoobchodu a v neposlední řadě vlivem na stabilitu ekonomik rozvojových zemí.

4.3.1 2007

Na počátku roku 2007 se již na základě dat z USA dal vypozařovat jistý nepokoj v podobě vysokých sazeb, silného dolaru nebo prudkého poklesu zahájených staveb nových domů. To byl první signál, že realitní sektor měl brzdit výkonnost USA. Nahlas tuto domněnku vyřkl i bývalý šéf FEDu Alan Greenspan, který uvedl, že USA může na konci roku spadnout do recese vlivem realitního trhu a zpomalující se výkonnosti korporátních firem. V důsledku toho ECB nabádala k obezřetnému navyšování úrokových sazeb, udržování inflace na nízké úrovni a nenavyšování likvidity do oběhu. V druhé polovině roku 2007 docházelo na finančních trzích k současnému poklesu tržních cen akcií i dluhopisů. Z tohoto důvodu začala být politika ČNB a ECB opatrnější, vyznačovala se pomalým navyšováním úrokových sazeb o čtvrt procentního bodu, silnou bdělostí před inflačními tlaky a připraveností dodat tržím další likviditu, pokud tomu bude zapotřebí. Centrální banky v tomto období hrály spíš roli pozorovatelů⁷⁵.

Na konci léta 2007 bylo jasné, že problémy se špatnými americkými úvěry nebyly vyřešeny, naopak nabyly na síle a plynule se přelévaly i do Evropy. Příkladem jsou tři fondy BNP Paribas, jež zastavily obchodování, neboť byly silně angažované na trhu amerických hypotečních úvěrů. To ale jen dál znervózňovalo trhy, zvýšilo poptávku po likviditě a tlačilo na růst krátkých sazeb. ECB reagovala a poprvé od září 2001 na peněžní trh eurozóny vložila částku ve výši 94,8 mld. EUR⁷⁶. K opětovné intervenci ECB i FEDu muselo v průběhu roku docházet několikrát. Tyto intervence

74 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 201-202. ISBN 9788024741024.

75 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

76 Tamtéž.

však k uklidnění trhů nestačily. Evropské banky se ocitaly ve stále větších problémech, např. švýcarská UBS vyhlásila „profit warning“, ztrátu ohlásila i saská Landesbank, zemská banka WestLB a britská banka Northern Rock⁷⁷.

Jelikož se projevilo, že špatná americká úvěrová politika trvala déle než si evropský kontinent myslel, požádala Evropská komise na podzim 2007 o radu Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry a Skupinu odborníků na evropské trhy s cennými papíry o vyšetření, proč ratingové agentury na úvěrové potíže reagovaly až tak opožděně⁷⁸.

4.3.2 2008

Makroekonomická situace postihovala jednotlivé země asymetricky, zatímco se ekonomika Německa dokázala dostat mezi nejrychlejší z velkých zemí EMU, Španělsko bylo protipólem. Vzhledem k tomu, že difference v tempech růstu uvnitř eurozóny přetrvávaly, Eurozóna se tak stále více vzdalovala svému cíli, tedy optimální měnové zóně, pro který je vhodná jedna hospodářská politika. Dosáhnout toho, aby za takovéto situace ECB prováděla a komunikovala jednu měnovou politiku, bylo dost obtížné, neboť mezi názory centrálních bankéřů a ECB panovala velká divergence⁷⁹.

Rozjezd evropské krize se teprve plně projevil silícími špatnými zprávami z bankovního sektoru o problémech celé řady evropských bank. Na spadnutí bylo znárodnění belgické banky Fortis, britské Bradford and Bingley a do velkých potíží se dostala i německá Hypo Real Estate. V důsledku toho se Německo zaručilo za všechna depozita ve svých bankách a současně byly podniknuty další kroky k záchraně německé Hypo Real Estate a italské UniCredit⁸⁰. Poté se představitelé největších zemí EU dohodli na tom, že je nutné uvolnit dočasně pravidla Paktu stability a růstu a to následovně: povolení překročení rozpočtového deficitu veřejných financí nad určená 3 % HDP⁸¹.

77 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

78 EVROPSKÁ KOMISE. *Návrh nařízení Evropského Parlamentu a Rady o ratingových agenturách* [online]. Brusel, 12. 11. 2008 [cit. 22. 4. 2012]. Dostupné z: ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/.../proposal_cs.pdf.

79 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 195. ISBN 9788024741024.

80 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

81 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 430. ISBN 97880247180701.

Další snahu řešit problémy finančního světa projeví ministři financí EU odsouhlasením zvýšení limitu pojištění bankovních vkladů na 50 tisíc EUR s ponecháním možnosti jednotlivým zemím tuto hranici posunout až na 100 tisíc EUR, čehož využila i Česká republika.

Avšak ani takováto snaha řešení finančních problémů nezastavila proud negativních zpráv (například Island se dostal až na hranici národního bankrotu kvůli značné ekonomické nerovnováze). Ani nejzadluženější středoevropské a východoevropské ekonomiky zdaleka nedosahovaly zadlužení Islandu, jež přesahoval 700 % HDP⁸². Do problémů se dostal i maďarský bankovní sektor, v němž do té doby zdánlivě dobře fungovalo poskytování spotřebitelských půjček a hypoték v eurech a švýcarských francích. Hrozba kolapsu bankovního systému, který byl navyklý vypůjčovat si zdroje v zahraničí a ty poté půjčovat maďarské veřejnosti, přinutila maďarskou vládu rychle navrhnout úsporná opatření včetně žádostí o půjčky od ECB, MMF a Světové banky. Otázkou bylo, zdali maďarské domácnosti budou schopny dále splácet své dluhy v cizích měnách, které se slabším forintem hodně prodražily. Řešením by bylo překlopit splácení úvěrů z eur do forintů, nicméně to by domácnosti zatížilo ještě víc, neboť tržní úrokové sazby (v HUF) byly v té době několikanásobně vyšší⁸³.

Výše uvedený problém se dotkl i Pobaltí, kde byl realitní sektor rovněž financován ze zahraničí. Přičemž všechny pobaltské země udržovaly vůči euru fixní kurz.

V roce 2007 docházelo k průběžnému navyšování úrokových sazeb a růstu inflace, ta byla tažena rostoucími cenami potravin a ropy, kdežto rok 2008 byl pravým opakem: centrální banky shodně, nicméně opožděně, neboť to vypadalo, že ECB spíše ignoruje horšící se ekonomické ukazatele, několikrát během roku radikálně snižovaly úrokové sazby a inflační cíl šel stranou. Ale problém spíše představovala kombinace nízkého až záporného hospodářského růstu a vysoké inflace⁸⁴.

4.3.3 2009

První informace týkající se hospodářských problémů zemí PIGS (Portugal, Ireland, Greece, Spain) se objevily počátkem roku 2009 v podobě varování ratingových agentur ohledně snižování ratingů jednotlivých zemí. Překvapivě jim předcházeli otřesy ekonomik Rumunska, Maďarska, Lotyšska,

82 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

83 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

84 Tamtéž.

Litvy a Estonska. Díky těmto zemím vznikla z prvních písmen anglických názvů první komunikační zkratka HELL, tedy anglicky peklo (Hungary, Estonia, Latvia, Lithuania). Tyto země si shodně přivodily problémy v podobě vysoké zadluženosti soukromého sektoru a ocitly se tak pod ochranným křídlem MMF⁸⁵.

Spotřebitelé z existenčních důvodů (ztráta zaměstnání) omezovali i přes padající ceny svoji spotřebu, což podporovalo deflaci. Centrální banky snižovaly úrokové sazby až na nulu a tiskly peníze, aby skoupily vládní dluh. Na základě toho vlády uskutečňovaly fiskální expanze, aby mohlo dojít k omezování produkce a dalšímu poklesu cen. Tímto se CB snažily zamezit situaci, jež by připomínala japonskou deflaci z 90. let či dokonce americkou depresi z 30. let 20. století.

Na podzim roku 2009 se uskutečnila schůzka ministrů financí a šéfů centrálních bank zemí G20, na níž došli k závěru zpřísnit regulaci finančních institucí (vyplácení bonusů, zvýšení kapitálové přiměřenosti a naopak snížení finanční páky ve finančním světě)⁸⁶.

V důsledku množících se problémů finančního sektoru světové CB vystavily komerční banky zátěžovým testům. K tomuto kroku přistoupila i ČNB a bylo zjištěno, na rozdíl od amerického bankovního sektoru ten domácí dokáže zvládnout i případný výrazný propad cen nemovitostí.

4.3.4 2010

Primární informací roku 2010 byla zpráva EK, ve které bylo uvedeno, že Řekové dlouhodobě a úmyslně falšovali ukazatele národního hospodářství. Deficity nebyly problémem států EMU, ale i celé EU.

Z počátku se řecký problém odvrácení akutního bankrotu zdál relativně lehce řešitelný. Avšak EU neměla žádný stanovený postup, jak v takovéto situaci jednat. Dle platných evropských smluv není možné, aby ECB poskytla přímou pomoc svým členům. Z tohoto důvodu se uvažovalo o vytvoření obdoby MMF v rámci EU, avšak tím se státy EMU rozdělily na dvě skupiny, ve kterých každý zastával jiný názor. V důsledku tohoto rozdělení ke vzniku obdoby evropského MMF nedošlo.

85 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

86 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

Jelikož Německo a Francie držely největší část řeckého dluhu, jevílo se tak logické, že zemi nenechají „padnout“. Riskovaly by tím nákazu domácího finančního systému. Pakliže by pomohly, daly by tím špatný příklad ostatním problémovým zemím (Španělsko, Portugalsko, Itálie, Irsko), což by pro ně bylo signálem, že se příště s vysokými dluhy nemusí trápit a vždy se jim dostane požadované pomocné ruky. V případě Řecka bylo rozhodnuto, že pomoc bude poskytnuta pouze v případě splnění tvrdých úsporných opatření, což se střetávalo s neochotou obyvatel. V důsledku jednání, které Řecko dovedlo k restrukturalizaci je jeho vyjednávací a rozhodovací pozice značně omezena.

V průběhu roku i další země projevíly zájem o získání finančních prostředků v podobě státních dluhopisů. Jelikož o ně nebyl takový zájem, jak státy očekávaly, stala se tak ECB hlavním představitelem nabídky.

4.3.5 2011 - 2012

Problematika států PIIGS postupně pokračovala i v roce 2011.

Úředníci z Evropské komise podali návrh na navýšení prostředků ve fondu EFSF, návrh na rozšíření pravomocí fondu a návrh na snížení záchranných úroků pro země čerpající pomoc. Eurozóna nakonec s návrhy souhlasila. Fond měl od schválení možnost financovat pomoc bankovnímu sektoru, a to navíc i v zemích, které neměly a nechtěly dohodu na záchranném balíku⁸⁷.

Krom řeckých dluhopisů s velmi vysokým kupónem, jež značí velké riziko, že by nemuselo ke splacení dojít, vydávalo Řecko i tzv. Credit default swap (CDS), což jsou úvěrové deriváty, sloužící k přenosu úvěrového rizika z jednoho subjektu na jiný. Pokud by s řeckým státem padl i bankovní sektor, ztráta úspor v bankách by mohla vyvolat runy na bankovní sektory ve slabších členských zemích eurozóny, především v Portugalsku. Pak by ECB, EK a MMF nestačily intervenovat, aby si i nadále kupovaly čas k odvrácení státního bankrotu či vyloučení Řecka z EU⁸⁸.

87 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

88 Tamtéž.

Podle některých řecký bankrot již proběhl, podle některých k němu teprve dojde. Aby se situace v Řecku zmírnila, musela většina privátních investorů souhlasit s odpuštěním dluhu, což se stalo. Tímto byli investoři (banky, pojišťovny, penzijní fondy) nuceni odepsat hodnotu řeckých dluhopisů ze svých aktiv. Jediný, komu to prospělo, byly společnosti, jež vlastnily CDS, neboť právě na toto riziko byly pojištěny a zároveň tím vydělaly.

Další velký krok, jenž bude muset většina zemí uskutečnit pomocí tvrdých rozpočtových restrikcí, je snížení deficitu HDP nepopulárním šetřením a jinými opatřeními, což prohloubí recesi a zhorší situaci ve státní kase i finančním sektoru.

Prohlubující se krize vede ECB k doplnění kapitálu do bankovního sektoru s cílem obnovení důvěry investorů ve finanční instituce a podpory ekonomiky. V roce 2012 tak přistoupila k natištění peněz pro přibližně 800 bank v objemu 530 miliard EUR s roční úrokovou sazbou ve výši 1% a splatností na 3 roky.⁸⁹ Nicméně v tu chvíli nedošlo ke zvýšení důvěry, jak ECB očekávala a banky, jež si prostředky zapůjčily je místo přesunu k firmám a jiným účastníkům, zpátky uložily u ECB za výrazně nižší úrok. Tato situace byla velice paradoxní, nicméně v horizontu měsíců, kdy se trhy uklidnily a již tak na zprávy týkající se EU, potažmo států PIIGS, nereagovaly, uklidnily se i banky a zapůjčené prostředky uvolnily.

4.4 Postoj regulatorních orgánů

Největší pravomoc a odpovědnost za finanční trhy mají centrální banky⁹⁰. Bohužel v minulých letech stály povětšinou laxe na okraji probíhající krize, tak jak tomu bylo např. při Velké hospodářské krizi anebo současné Velké hospodářské recesi, než aby aktivně již od počátku zasahovaly do dění. Zároveň nebyly schopné prosadit svá pravidla, natož zabránit spekulativním obchodům. Až když průběh krize vrcholí, začnou teprve hasit rozsáhlý požár, jenž se vymyká jejich kontrole. Proto budou muset v dohledné době více uplatňovat monetární politiku a aktivněji se zapojovat do dění na finančních trzích⁹¹.

89 MIKULKA, M. ECB kvůli krizi nalila do bank dalšího půl bilionu eur.: Pro levné peníze si sáhlo přes 800 bank. *Economia, a. s.: Hospodářské noviny* [online]. 29. 2. 2012 [cit. 29. 2. 2012]. ISSN 1213 - 7693. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/analzy-a-komentare/c1-54880420-ecb-kvuli-krizi-nalila-do-bank-dalsiho-pul-bilionu-eur-pro-levne-penize-si-sahlo-pres-800-bank>.

90 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 243. ISBN 9788024741024.

91 Tamtéž, str. 124.

Mezi skeptiky soudobého regulatorního uspořádání patří rakouští ekonomové, kteří naopak spatřují příčiny krize v nadměrné regulaci a doporučují, aby to, co má nevyhnutelně zkrachovat, co nejrychleji zkrachovalo, aby se trh vyčistil a mohlo se začít znova⁹². Nadměrnou regulací rakouští ekonomové myslí pojištění vkladů či postavení CB jakožto věřitele poslední instance, neboť těmito nástroji je zabezpečena jistota vkladatelů, že mají své prostředky ochráněny a zároveň jistota bankéřů, že budou-li riskovat s nabytými prostředky, stát v případě potřeby zasáhne a pojištěné vklady vyplatí⁹³. CB figurují nejen jako věřitel poslední instance, ale jejich role se posunula na úroveň investora poslední instance, na kterého každý tak moc spoléhá, že nepřebírá důsledky za své činy, neboť ví, že mu bude vždy podána pomocná ruka. Původně CB, jakožto věřitelé poslední instance, pomáhali pouze finančním ústavům s problémem nedostatku likvidity. Ale za současných okolností pomáhají všem, kdo si o pomoc řeknou⁹⁴.

Aktuálně panuje dohled spíše na národní úrovni, neboť se předpokládá, že dohledové instituce znají své prostředí a firmy v něm lépe než nadnárodní orgány. Nicméně s vlivem globalizace a integrace dochází i k potřebě zefektivnění dohledu na úroveň nadnárodní⁹⁵.

4.5 Důsledky

Jaké toto může mít důsledky? Vyspělé ekonomiky států se díky Velké hospodářské recesi, jak situaci posledních let nazývá Roubini⁹⁶, vrátilo o řadu let či desetiletí zpět, což je patrné z následující tabulky.

92 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 53. ISBN 9788024741024.

93 Tamtéž, str. 65.

94 Tamtéž, str. 67-68.

95 BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. Grada Publishing, 2008, str. 457. ISBN 97880247180701.

96 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 18. ISBN 9788024741024.

Tabulka 4.1 Rok ekonomické úrovně vybraných států k roku 2012

Země	Ekonomický rok
Řecko	1999
Island	2000
USA	2002
Portugalsko	2002
Litva	2002
Irsko	2003
Maďarsko	2004
Velká Británie	2004
Španělsko	2004
Itálie	2005
Francie	2007
Německo	2009

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z THE ECONOMIST. Lost economic time: The Proust index. [online]. 25. 2. 2012 [cit. 26. 2. 2012]. Dostupné z: <http://www.economist.com/node/21548255?fsrc=rss|fec>.

Výpočtu aktuálního ekonomického roku bylo dosaženo na základě Proustova indexu pomocí sedmi indikátorů ekonomického zdraví, jež byly rozděleny do tří kategorií. V první kategorii jsou údaje týkající se bohatství domácností a související, cen finančních aktiv a cen nemovitostí. Druhá kategorie obsahuje údaje vztahující se k ročnímu výstupu ekonomiky a velikosti osobní spotřeby. Poslední, třetí kategorie, zahrnuje reálné mzdy a nezaměstnanost.⁹⁷

Jak poznamenávají Roubini a Mihm: „*Ke vzniku přispěly všechny tyto faktory – finanční inovace, selhání správy a finančních institucí, benevolentní monetární politika, selhání vlády a stínový bankovní systém.*“⁹⁸ Nejvyšší představitelé států neodhadli situaci a veřejně deklarovali myšlenku, že krize skončí ve chvíli, kdy se investoři a lidé přestanou bát a opět začnou utrácet své prostředky. Vzhledem k tomu většina zemí pro regulaci finančních trhů nezaujala adekvátní postoj a neučinila tolik potřebné kroky.

97 VLK a ČTK. The Economist: Řecko a další země se kvůli krizi vrátily o deset let zpátky. *Economia, a. s.: Hospodářské noviny* [online]. 26. 2. 2012 [cit. 26. 2. 2012]. ISSN 1213 - 7693. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-krize/c1-54853220-the-economist-recko-a-dalsi-zeme-se-kvuli-krizi-vratily-o-deset-let-zpatky>.

98 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 76. ISBN 9788024741024.

5. Nástin srovnání přístupů EU, USA a dalších regionů

5.1 Asie

Asie je z investorského hlediska velmi zajímavý kontinent, nicméně největšími nejvýrazněji se na světovém vývoji projevují Čínská lidová republika a Japonsko.

5.1.1 Čínská lidová republika

Čínská lidová republika vznikla 1. října 1949 a preferovala sjednocené veřejné vlastnictví. Nicméně z dlouhodobého hlediska se to stalo pro plánovaný ekonomický rozvoj nedostatečné, a tak v roce 1978 otevřela světu své hranice a zároveň s tím začala více podporovat i jiné druhy vlastnictví, byť se stále k veřejnému přiklání více. Změna postoje se ukázala produktivní, neboť v posledních 20 letech došlo ke společenskému rozvoji a projevil se značný ekonomický úspěch jak v soukromém, tak veřejném sektoru, což znamená zlepšení životních podmínek obyvatel, zavádění pokročilejších technologií vyvinutých v zahraničí, spolupráce s výkonnými zahraničními manažery a předání evropského a amerického know-how. Současně došlo ke zpřísnění kontrol všech veřejných podniků. Takto nastavené hospodářské prostředí je páteří ekonomického rozvoje, což je patrné z průměrně dvouciferných nárůstů HDP. K pozitivním výsledkům přispěla i změna v národohospodářské struktuře země s výrazným nárůstem podílu nemovitostí, bankovníctví, pojišťovnictví⁹⁹.

V Čínské lidové republice je z hlediska dozoru používán sektorový model, což znamená uspořádání regulace a dohledu podle základního sektorového rozčlenění finančních institucí. Stejně jako v jiných zemích se i v Číně zabývá finanční politikou CB (People's Bank of China) a MF. Úkolem PBOC je udržování cenové stability včetně kurzové a devizové politiky. Avšak v případě bank, pojišťoven a kapitálového trhu není regulace na straně CB, jak tomu bylo do dubna 2003, ale je konána regulatorní institucí China Banking Regulatory Commission. Příprava státního rozpočtu, výběr daní a jiné fiskální nástroje jsou podobně jako v jiných zemích v rukou MF¹⁰⁰.

Finanční trh je rozdělen mezi státní komerční banky, banky specializující se na rozvojové a jiné projekty centrální vlády a v menším zastoupení mezi zahraniční banky, jimž se čínský bankovní trh

99 Čínská ambasáda. *O Číně: Ekonomický vývoj* [online]. 2. 12. 2009 [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.chinaembassy.cz/cze/>.

100 CZECH TRADE. BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export. *Čína: Finanční a daňový sektor* [online]. [cit. 13. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/cina-financni-a-danovy-sektor/5/1000539/>.

otevřel až na sklonku roku 2006. Vzhledem k povaze a kulturním zvyklostem čínského lidu, je vstup zahraničních bank administrativně náročný a značně omezený. Zahraniční banky jsou tak na čínském trhu zastoupeny necelými 2 %, což rozhodně není podíl, jenž by dokázal ovlivnit místně příslušné státní či komerční banky¹⁰¹.

Hlavním zdrojem financování čínské ekonomiky jsou čínské státem vlastněné banky, jež jako nástroj využívají úvěrovou politiku. Rozumné poskytování úvěrových produktů se zachováním minimalizace rizika řeší zákon o komerčních bankách z roku 1995. Jiné zdroje financování, např. dluhopisy, nejsou aktuálně rozvinuty. Jelikož nárůst úvěrů byl v letech 2009 – 2010 značný, obávala se CB The People's Bank of China (PBOC) přebytku likvidity na trhu a tím pádem zvýšení inflace, což řešila v roce 2010 navýšením povinných minimálních rezerv společně s navýšením základní úrokové sazby. Práce regulatorní komise na bankovním trhu je průběžná, např. v letech 2004 – 2006 došlo k transparentnosti akcionářských struktur jednotlivých bank a úpravám v oblasti základních finančních ukazatelů. Nicméně ji čeká další milník v podobě úpravy řízení rizik a kapitálové přiměřenosti, což jsou aktuálně slabší články čínského bankovního sektoru.¹⁰²

Čínské trhy rovněž prošly výraznými výkyvy akciových indexů. V době vzniku akciových burz, v osmdesátých letech dvacátého století, v Šanghaji a v Šen-ženu byly na trh uvedeny podniky se zastaralými technologiemi, nízkou produktivitou a nevhodným řízením podniku oproti zemím, kde se na burzovní trh uvádějí prosperující podniky s budoucností, byly na burzu uvedeny firmy předurčené ke kolapsu. Cílem bylo zřejmě navýšit prodejem akcií státní rozpočet a vlít tak neinformovanými investory kapitál do krachujících společností. Tato strategie možného zbohatnutí se investorům (Číňanům) nevyplatila, neboť nerozvážnými investicemi přišli o své úspory, než si uvědomili, že čínské burzy fungují na principu vládního tunelu. Tento krátký popis vystihuje pokles čínských trhů v době hospodářského růstu země. V důsledku nevhodného prvotního výběru firem, se tituly v burzovním indexu změnily a rozšířily o ekonomicky zdravější podniky, což se projevilo opětovným investováním a v růstu indexu jak je patrné z obrázku.

101CZECH TRADE. BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export. *Čína: Finanční a daňový sektor* [online]. [cit. 13. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/cina-financni-a-danovy-sektor/5/1000539/>.

102Tamtéž.



Obrázek 5.1: Vývoj indexů Šanghaj a Šen-žen

Zdroj: Google.com. *Finance: SSE Composite Index(SHA:000001)* [online]. [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.google.com/finance?q=SHA:000001>.

Toto období se vyznačuje růstem HDP v desítkách procent při velmi nízkých úrokových sazbách. Čínská vláda držela v expanzivních letech úrokové sazby na nízkých hodnotách, neboť jejich růst by se projevil v nestabilitě popřípadě kolapsu státních bankovních ústavů, jež, jak již bylo výše zmíněno, byly hlavním zdrojem financování čínské ekonomiky. Dalším důvodem proti zvyšování sazeb jsou čínské devizové rezervy přeměněné do amerických dluhopisů, jenž během let 2006 a 2007 nabyly ohromných rozměrů¹⁰³. Kdyby PBOC v té době zvýšila úrokové sazby, došlo by k dalšímu přílivu spekulativního kapitálu a tím pádem i k růstu rezerv. Je nutné podotknout, že v té době byl kurz USD/RMB pevný.

Jelikož dokázala Čína vygenerovat a zachovat kladný přebytek běžného účtu za veškeré produkty a služby, které vyrábí a vyváží, uložila tyto volné prostředky do amerických dluhopisů. Číňané mají skoro 2 biliony USD devizových rezerv a v dolarech je denominováno víc jak 70 % z nich. Z tohoto

¹⁰³CZECH TRADE. BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export. *Čína: Finanční a daňový sektor* [online]. [cit. 13. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/cina-financi-a-danovy-sektor/5/1000539/>.

důvodu Čína nechce podhodnotit svou měnu, aby se její finanční rezervy v amerických dluhopisech díky kurzu neznehodnotily¹⁰⁴.

5.1.2 Japonsko

V poválečném období byl finanční trh Japonska rozdělen do tří sektorů. První sektor byl zastoupen obchodními bankami, jež se nadpoloviční většinou podílely na soukromých úvěrech a vkladech, druhý sektor zabraly z 20 % životní pojišťovny. Poslední a nejdůležitější sektor byl zastoupen vládními finančními institucemi, konkrétněji Japonskou poštou. V té době byla, co do počtu obchodního zastoupení, největší bankovní institucí na světě zabývající se nejen vkladovými, ale i úvěrovými transakcemi¹⁰⁵.

Aby se zabránilo krachu i nejmenších a nejslabších bank, byl bankovní dohled v Japonsku pod přísným dohledem MF a CB (Bank of Japan). Docházelo k jakémusi protekcionismu, kdy MF vždy dokázalo najít takové množství peněz, aby uchránilo slabší články od bankrotu. Rozhodně zde neplatilo pravidlo konkurenceschopnosti. Nicméně tento systém měl i své výhody, neboť dokázal, skrze banky, směřovat část kapitálu domácností do průmyslového odvětví. Další výhodou, z pohledu klienta, byla jednotnost bankovního a příznivá výše úrokových sazeb, neboť všechny banky, díky produktové autorizaci MF a následnému rozšíření do všech institucí, nabízely totožné produkty. Hlavní úlohou MF byla koordinace bankovního trhu spíše než monitorování bankovní solventnosti. MF vytvářelo s každou bankou zvlášť neprůhledné, ale exkluzivní smlouvy. Pokud nějaká instituce zjistila problémy ať už v oblasti úvěrové či vkladové, okamžitě je MF nahlásila a nečekala, až se na ně přijde při pravidelných kontrolách. Následně docházelo k nápravným úkonům, jež byly pro každou instituci zcela individuální, což vedlo k efektivitě a nízké nákladovosti za ozdravný program. To vše se dělo, aniž by veřejnost měla nejmenší tušení o možném problému svého bankovního ústavu. Tento systém se zdá velmi výhodný, neboť kvůli vzájemnému vztahu mezi ministerstvem a institucemi nedocházelo k přesunu asymetrických informací a díky efektivitě i k minimalizaci nákladů. Tento stabilní a ekonomický růst podporující systém fungoval 40 let.¹⁰⁶

104 ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

105 CZECH TRADE. BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export. *Japonsko: Finanční a daňový sektor* [online]. [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/japonsko-financni-a-danovy-sektor/5/1000424/>.

106 BAŠLAJEVA, T. *Japonská hospodářská krize v 90. letech minulého století a její odkaz dnešku* [online]. Praha, 2012 [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: https://www.vse.cz/vskp/29615_Japonskohospodskkrizev90letechminulhostoletajedkazdneku. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce prof. Ing. Josef Jílek, CSc.

V 70. letech 20. století vstoupily na japonský trh zahraniční banky. Tímto došlo k liberalizaci finančních trhů a ke vzniku konkurenčního prostředí s následným bojem o klienty. Stávající bankovní dohled a regulace se ukázali nedostatečnými a tvrdý konkurenční boj vedl k dlouho bráněnému zániku slabších institucí finančního trhu. Důsledkem byla deregulace v podobě vzniku trhu krátkodobých peněz, diverzifikace bankovního trhu japonské CB a zároveň omezení jejích regulačních pravomocí, zrušení bariér mezi bankovním a investičním trhem. Z hlediska měnového se, díky rozšíření za hranice, japonský jen stal druhou nejpoužívanější měnou na světě. Jelikož nebyly toky peněz v bankách tak regulovány, změnil se i způsob financování průmyslu včetně investičního chování. Již se pro tyto účely nevyužívaly nízkoúročené produkty, ale vzrostl nákup zahraničních investičních aktiv, což se odrazilo v nárůstu akciového indexu Nikkei, jenž v prosinci 1989 dosáhl svého maxima¹⁰⁷, jak je patrné z následujícího grafu za období 4. 1. 1984 až 3. 4. 2012.



Obrázek 5.2: Vývoj indexu Nikkei

Zdroj: Penize.cz. *Investice: Nikkei 225* [online]. [cit. 3. 4. 2012]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/44775-nikkei-225>.

Snadný přístup ke kapitálu nejen navýšil poptávku po akciích, ale i poptávku po pozemcích a nemovitostech, jejichž ceny neadekvátně rychle vystoupaly vzhůru.¹⁰⁸

107 BAŠLAJEVA, T. *Japonská hospodářská krize v 90. letech minulého století a její odkaz dnešku* [online]. Praha, 2012 [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z:

https://www.vse.cz/vskp/29615_Japonskohospodskkrizev90letechminulhostoletajejodkazdneku. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce prof. Ing. Josef Jílek, CSc.

108 BAŠLAJEVA, T. *Japonská hospodářská krize v 90. letech minulého století a její odkaz dnešku* [online]. Praha, 2012 [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z:

https://www.vse.cz/vskp/29615_Japonskohospodskkrizev90letechminulhostoletajejodkazdneku. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce prof. Ing. Josef Jílek, CSc.

Japonský finanční trh fungoval na lokální úrovni poměrně efektivně, nicméně byl nucen z politických důvodů otevřít hranice pro přesun kapitálu. Jelikož se síla japonského hospodářství projevovala ve stále slabším kurzu dolaru oproti jenu, vedlo to USA k tlaku Japonska na deregulaci trhu. To znamenalo postupné posilování jenu a zároveň nutnost zvýšení domácí poptávky neboť do té doby bylo Japonsko zaměřeno spíše exportně a svými kroky působilo značně protekcionisticky. Opatření se zdařila, neboť vývozy skutečně klesly, což následně vykompenzovala vyšší spotřeba domácností. Paralelně s tím rostly jak akciové trhy, tak ceny pozemků, jež byly spekulativně navyšovány. Tento prudký nárůst vedl k obavám zvýšené inflace a možného přehřátí trhu s hypotečními úvěry či stavebnictví. CB již neměla tak volnou ruku při stanovování úrokových sazeb, jak tomu bylo v minulosti a ani následné restriktce MF nebyly efektivní. V 90. letech přistoupila CB k snižování úrokových sazeb a uvolnění měnové politiky, aby zamezila konstantnímu poklesu akciových trhů. Nicméně se tak nestalo a burza i nadále klesala. V březnu 1992 byla její hodnota o víc jak polovinu nižší než maximum z roku 1989. Dlužno poznamenat, že bankovní akcie byly zastoupeny na tokijské burze ze tří pětín a banky, v pozici akcionářů, byly na trhu zastoupeny víc jak jednou pětinou. Podniky, jež vlastnily nyní levné akcie a pozemky nebo investovaly do stavebnictví, se dostávaly do platební neschopnosti, díky čemuž utrpěly společně s bankami velké ztráty.¹⁰⁹

Výše zmíněný proces nastartoval nákladnou a dlouhotrvající recesi s neefektivní snahou vlády a CB ji zmírnit. Toto období je obvykle označováno za *ztracenou dekádu* a jeho následky jsou patrné dodnes. Krize finančního sektoru se rovněž projevila v růstu nezaměstnanosti, což bylo pro japonský systém celoživotního zaměstnání nezvyklé. Firmy, díky poklesu ziskovosti a neschopnosti splácet byly nuceny snížit své výrobní kapacity a přehodnotit situaci nadbytečného počtu zaměstnanců. To v letech 1995 – 2001 řešily snížením mezd, propouštěním či úpravou pracovněprávních vztahů (změny pracovních smluv na dobu určitou, rozšíření polovičních úvazků). Mzdová opatření se projevila negativně v rozpočtech domácností, což vedlo k menší možnosti spořit, než tomu bylo do té doby a samozřejmě k nižší možnosti utrácení a nechuti omlazovat

109 BAŠLAJEVA, T. *Japonská hospodářská krize v 90. letech minulého století a její odkaz dnešku* [online]. Praha, 2012 [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: https://www.vse.cz/vskp/29615_Japonskohospodarskkrizev90letechminulhostoletajedkazdneku. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce prof. Ing. Josef Jílek, CSc.

populaci. Aby vláda zmírnila obavy obyvatel a podpořila jejich spotřebu, rozhodla se pro snížení daňové zátěže a zvýšení veřejných výdajů¹¹⁰.

Snaha Japonska o zrychlení hospodářství, zefektivnění přeshraničního toku finančních prostředků, zajištění zaměstnanosti a zlepšení kvality života obyvatelstva byla přerušena v roce 2011 vážnou přírodní katastrofou. Vzhledem k národní povaze obyvatelstva by návrat k rychlejšímu ekonomickému tempu mohl být brzký.

5.2 USA

První centrální banka vznikla v USA v roce 1791 s platností na 20 let. Důvodem pro její založení je správa federálního dluhu. Svou činností si vybudovala silné monopolní postavení a přispěla k pozitivnímu vývoji na americkém finančním trhu. I přes tyto okolnosti byla její činnost přesně po 20 letech Senátem ukončena. V následujících pěti letech došlo k nárůstu poruch v mezibankovním platebním styku. Z tohoto důvodu byla 1816 založena Druhá centrální banka opět s platností na 20 let. Roku 1863 byl přijat zákon o národním bankovníctví, na jehož základě mohly být udělovány bankám licence, jež měly zabezpečit sjednocení systému vydávání a oběhu peněz. Jelikož Amerika procházela řadou bankovních krizí a neúspěšnými pokusy o uspořádání systému na finančních trzích, došlo k potřebě legislativních úprav a zefektivnění dohledu. V této souvislosti byl v roce 1913 přijat zákon o rezervním federálním systému, jež vedl ke vzniku nového systému centrálního bankovníctví známého pod názvem *Federální rezervní systém* (FED). Kontrole a členství ve FEDu povinně podléhají všechny národní banky, nicméně státní banky se mohou rozhodnout, zda chtějí být členy či nechtějí. Státní banky podléhají ve svém státě dohledu příslušné Státní bankovní autoritě. Jelikož Americký kontinent není z hlediska finančního ani jiného uzavřen, lze na něm najít i pobočky zahraničních bank. I přes jejich dlouhodobé působení nebyly až do roku 1978 žádnou institucí regulovány a od roku 1991 byla rozšířena pravomoc FEDu i o jejich regulaci a dohled¹¹¹.

110 BAŠLAJEVA, T. *Japonská hospodářská krize v 90. letech minulého století a její odkaz dnešku* [online]. Praha, 2012 [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: https://www.vse.cz/vskp/29615_Japonskohospodarskkrizev90letechminulhostoletajejodkazdneku. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce prof. Ing. Josef Jílek, CSc.

111 KOLÍNKOVÁ, V. *Komparace regulace a dohledu finančního trhu v ČR a ve světě* [online]. Brno, 2008 [cit. 17. 3. 2012]. Dostupné z: http://is.muni.cz/th/76192/esf_m/. Diplomová práce. Masarykova univerzita v Brně, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Mgr. Petr Červínek.

Do roku 1997 v USA existovalo právní omezení, jež bankám zakazovalo otvírat pobočky v jiném státě, než jim bylo uděleno povolení k činnosti. Společnosti zabývající se investičními obchody podléhají specifickému doзору a regulaci v podobě Komise pro cenné papíry či Komise pro obchodování s komoditními futures. Americký finanční trh, ve srovnání s jinými zahraničními trhy, patří mezi největší a co do ochrany investorů nejnáročnější na zveřejňování informací, ale je od dob Velké hospodářské krize velmi přísně regulován¹¹².

Aby nedocházelo v investiční oblasti k zadržování či zkreslování důležitých informací týkajících se nabídky cenných papírů investorům a obelhávání investorů, vznikla v roce 1933 legislativní úprava s názvem Glass-Steagall, v níž byly ukotveny základní principy regulace finančního trhu, zahrnutý přísné sankce za nedodržování podmínek v něm uvedených. Rovněž obsahovala federální pojištění vkladů a striktní oddělení komerčního bankovníctví od investičního.¹¹³ V roce 1999 bylo komerční a investiční bankovníctví sloučeno¹¹⁴, což vedlo k umírněnější investiční politice.

Nicméně stávající opatření ochrany investorů a jisté transparentnosti dlouhodobě nestačila neboť i tak došlo k propadu virtuálně nadhodnocených technologických akcií indexu NASDAQ (rok 2000) nebo ke krachům firem, např. Enron (10/2001), které nejen že zatajovaly pro investory potřebné informace, ale i manipulovaly s účetnictvím, což vedlo k poklesu akciových trhů. Nejen ekonomické vlivy, ale i teroristický útok na Světové obchodní centrum přispěl k odlivu investorů ze Spojených států Amerických, což vedlo americkou vládu k dalším úpravám zejména v oblasti účetní, auditu, ustanovení a činností managementu a jiným bezpečnostním opatřením¹¹⁵.

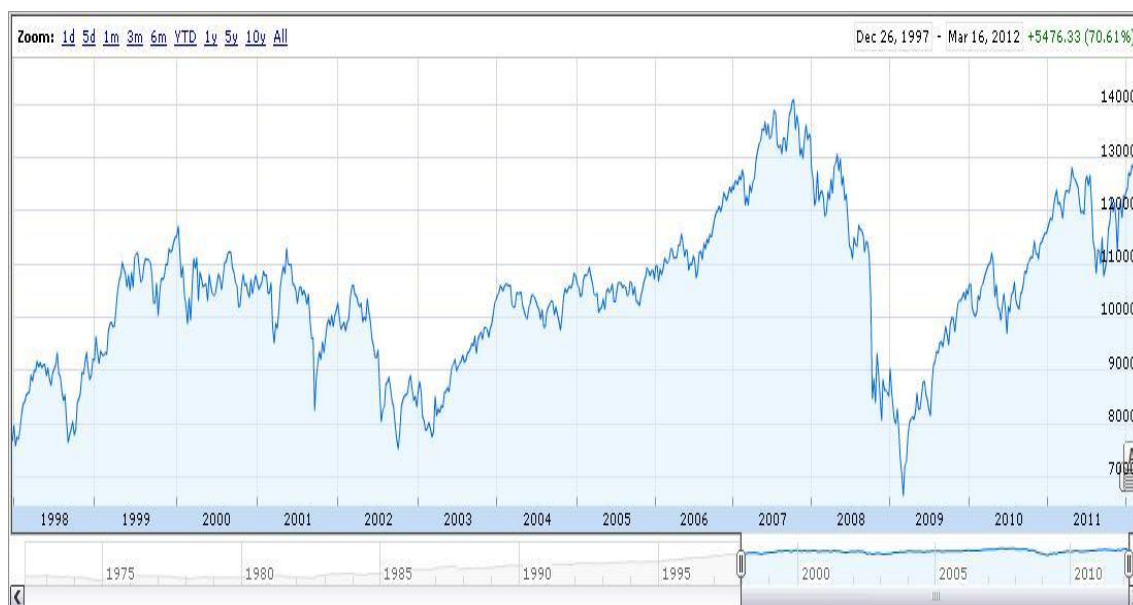
Obvykle akciové trhy reagují jedno až dvě čtvrtletí před ekonomickými cykly. V letech 2007 a 2008 došlo k propadům akciového indexu Dow Jones, byť je mírnil pružný zásah FEDu. Naopak od jara 2009 došlo k prudkým nárůstům. Vývoj akciového indexu od 26. 12. 1997 do 19. 3. 2012 zobrazuje následující obrázek.

112 KOLÍNKOVÁ, V. *Komparace regulace a dohledu finančního trhu v ČR a ve světě* [online]. Brno, 2008 [cit. 17. 3. 2012]. Dostupné z: http://is.muni.cz/th/76192/esf_m/. Diplomová práce. Masarykova univerzita v Brně, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Mgr. Petr Červinek.

113 ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. Grada Publishing, 2011, str. 163. ISBN 9788024741024.

114 KOLÍNKOVÁ, V. *Komparace regulace a dohledu finančního trhu v ČR a ve světě* [online]. Brno, 2008 [cit. 17. 3. 2012]. Dostupné z: http://is.muni.cz/th/76192/esf_m/. Diplomová práce. Masarykova univerzita v Brně, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Mgr. Petr Červinek.

115 Tamtéž.



Obrázek 5.3: Vývoj indexu Dow Jones

Zdroj: Google.com. *Finance: Dow Jones Industrial Average(INDEXDJX:.DJI)* [online]. [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.google.com/finance?q=INDEXDJX:.DJI>.

Nedokonalost amerického finančního trhu je patrná z eskalující hypoteční krize v letech 2007/2008 v jejímž důsledku došlo k zániku či zestátnění banky hypotečních společností, opětovnému zpomalení hospodářského růstu, rostoucí nezaměstnanosti, kvantitativnímu uvolňování finančních prostředků a jiným důsledkům, s nimiž se americká ekonomika potýká dodnes.

5.3 Komparace

Z výše uvedených kapitol je patrné, že Čínská lidová republika je jedinou zemí, kde nejsou finanční trhy přímo regulovány centrální bankou, ale institucí, která je k tomu konkrétně určena. V zemích EU, Japonsku a USA je dohled jak ze strany ministerstva financí, tak ze strany centrální banky, v případě USA FEDu. Tedy FED je nadnárodní instituce, které se zodpovídají národní centrální banky. Podobný princip je i v EU, kde každá země má svůj vlastní bankovní systém s nadřazenou centrální bankou, jež se zodpovídají, jsou-li v EMU, ECB.

Z hlediska vlastnictví je na evropském trhu, oproti asijskému, vysoký počet soukromých bankovních institucí. Málokterá finanční společnost je v Evropě částečně či úplně vlastněna státem. V USA je tato oblast rozdělena, i díky hypoteční krizi, přibližně na polovinu. Další rozdíl bankovního sektoru lze spatřit v zastoupení bank na trhu. Americké bankovníctví disponuje velkým počtem bank s omezeným množstvím poboček, kdežto evropský trh je specifický svou širokou pobočkovou sítí.

Na asijských trzích panuje spíše protekcionismus, který byl v důsledku tlaku USA eliminován a hranice toku kapitálu se tak poslední roky více otvírají. Výhodou je, že úspory držené asijskými obyvateli mohou takto podpořit ekonomiky jiných oblastí (EU, USA), jež mají rozpočet spíše proexportně postavený. Rovněž rozpočtové přebytky mohou být uloženy v dluhopisech jiných zemí a podpořit tak jejich ekonomický rozvoj. Tato výhoda je zároveň nevýhodou, což je patrné z příkladu Číny a USA, kde Čína většinu svých devizových rezerv uložila do amerických dluhopisů. Ze strachu o znehodnocení naspořených prostředků udržuje Čína uměle podhodnocený kurz vůči americkému dolaru. Důsledkem této dobře míněné ochrany je tlak americké vlády na uvolnění kurzu a s tím spojené politické napětí mezi zeměmi.

Společný znak amerického a evropského finančního trhu lze spatřit v propojenosti různých finančních institucí (banky, pojišťovny, hypoteční společnosti, penzijní fondy, investiční společnosti), z čehož vznikají konglomeráty, které zapříčiňují nestabilitu finančního sektoru. Pro vlády zemí jsou tyto firmy *dost velké na to, aby padly*, což vede k jejich umělému udržování. Opakem je asijský finanční trh s větší regulací systému.

I z legislativního hlediska se liší Evropa s Asií od amerického kontinentu. Americká právní soustava obsahuje z hlediska jednotlivých států a federace více bankovních zákonů, kdežto v Asii, Evropě, ale i České republice existuje jeden hlavní zákon o bankách.

Z výše uvedených kapitol je patrné, že krizové situace všech akciových trhů měly podobný průběh, který začal prudkým nárůstem cen nemovitostí a přeúvěrovaností soukromého i firemního sektoru. I postoj CB vedoucí ke stabilizaci byl obdobný. Obvykle docházelo ke změně úrokových sazeb doplněných, s vládní spoluprací, o uvolněnější měnovou politikou a legislativní úpravy. Rovněž lze vypořizovat plynulý přesun ohniska krize z Ameriky, přes Evropu do Asie.

Závěr

Tato diplomová práce je zaměřena na vývoj dohledu a jeho dopad na finanční trhy EU a ČR s důrazem na aktuálně probíhající krizi, neboť za povšimnutí stojí, že v posledních letech jsou krize nedílnou součástí aktuálně nastaveného tržního systému. Jejich frekvence se zvyšuje a rozsah není jen na úrovni jednoho státu, nicméně se díky globalizaci a integraci plynule přelévají ze sektoru do sektoru i přes hranice jednotlivých kontinentů. Ovšem problém není jen v integraci, globalizaci nebo v teoretickém chování trhů, ale i v pokusu sjednotit nesjednotitelné.

Příkladem může být v některých případech EU, jež se z historických důvodů snaží propojit země s rozdílnými ekonomickými fundamenty. Fiskálně zodpovědné národy, ve snaze zachránit chronicky neukázněného rozpočtového hříšníka, samy sebe ekonomicky zpomalují a poškozují, neboť doufají, že jejich pomoc a aktuální oběť nebude mít tak katastrofické důsledky jako kdyby nečinně přihlížely. Dokud nedojde k důslednému a dlouhodobému dodržování fiskálních pravidel jednotlivých zemí a srovnání či přiblížení ekonomických ukazatelů, nebude možné udržet skupinu pohromadě ani uskutečnit sen o jednotné měně. Dle mého názoru, když si někdo záměrně způsobí problém, měl by se ho snažit buď sám, anebo nestačí-li mu na to síly, pak s pomocí vyřešit. Nicméně by se z toho měl poučit a přizpůsobit se situaci.

Ovšem rozpočtové problémy jsou navíc důsledkem netransparentnosti investičních produktů, jež mají svým složením maskovat toxická aktiva či nesolventnost finančních ústavů, složitosti nastavených pravidel a jejich dvojitého vykládání a v neposlední řadě v krátkodobém nastavení vysokých plánů podpořených tučnými bonusy, jak jsme se mohli přesvědčit z americké hypoteční krize. Regulační orgány pak spíše slouží ke složitému urovnání situace, než aby je striktně nastavenými pravidly dokázaly eliminovat.

Pravdou je, že k prudkým nárůstům v důsledku nasycení trhu, a poklesům, kvůli jejich očištění, bude docházet vždy, tak jak se tomu žáci učí z ekonomických učebnic. Nicméně dohledová soustava by měla zajistit, aby takovéto výkyvy měly očištný, ne destrukční charakter. Pak by funkce dohledu ztrácela smysl a instituce na ní participující by spíš sloužily jako poslední záchrana, což je nezodpovědné a nemorální.

Naopak sílu jednoty spatřuji v legislativní oblasti, v níž jsou postupně evropské normy a směrnice implementovány do systémů jednotlivých států. Takto jsou ve všech státech EU a jednotlivých sférách (bankovníctví, pojišťovnictví, podnikatelský sektor) zabezpečeny stejné podmínky a nemusí

docházet například k praní peněz a úniku kapitálu přes daňové ráje. Rovněž tímto došlo k vyšší ochraně drobných střadatelů neboť na základě přijetí MiFIDu a UCITSu jsou finanční korporace povinny důkladněji informovat investory o produktech, jež jim jsou nabízeny a o rizicích s nimi spojenými. Zároveň by mělo docházet k vytvoření transparentnějších investičních nástrojů a prodeji vhodnému typu investora.

Z diplomové práce rovněž vyplynulo, že je potřeba určité zefektivnění jak na straně CB, tak na straně fiskální. V první řadě by spolu zástupci obou politik (monetární a fiskální) měli více a častěji komunikovat a nesetkávat se jen v krizových situacích. Zásahy by měly být včasné, a ne s odstupem času v rozpuku problému. Příchod krize se obvykle projevuje stejně, zvýšenou poptávkou po nějakém aktivu či komoditě a následným prasknutí bubliny, a tak ji lze předvídat a v rozumné době zakročit. Rovněž by měla být nastavena jednodušší, konkrétnější a lehce vymahatelná pravidla s adekvátními sankcemi.

Na druhou stranu, k ospravedlnění zásahů dohledových institucí, je nutno říci, že se neustále vyvíjejí a snaží se dohled zjednodušit, čehož je příkladem ČR. Ta sloučila více dohledových orgánů do jednoho hlavního, čímž přestalo docházet k prolínání kompetencí a snížila se nákladovost na jejich udržování.

Rovněž bych u finančních institucí doporučovala reálné nastavení obchodních plánů podpořené ne krátkodobými bonusy, aby se komukoli prodávalo cokoli a nevznikla z toho další krize, za účelem dosažení rychlého a vysokého zisku, ale dlouhodobějšími bonusy, jež by zaměstnance motivovaly k vytváření rozumnějších obchodů a produktů.

Seznam použitých zdrojů

Citace

Literatura

BALDWIN, R. a CH. WYPLOSZ. *Ekonomie Evropské integrace*. 2. Vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2008. ISBN 97880247180701.

BÖHM, A. *Ekonomika a řízení pojišťoven v podmínkách po vstupu České republiky do Evropské unie*. Praha: ASPI Publishing, s. r. o., 2004. ISBN 8073570203.

BÖHM, A. a K. MUŽÁKOVÁ. *Pojišťovnictví a regulace finančních trhů*. 1. Vyd. Praha: Professional Publishing, a. s., 2010. ISBN 9788074310355.

ROUBINI, N. a S. MIHM. *Krizová ekonomie, budoucnost finančnictví v kostce*. 1. Vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011. ISBN 9788024741024.

Elektronické dokumenty

AKAT ČR. *O asociaci* [online]. 2010 [cit. 2. 2. 2012]. Dostupné z: http://www.akatcr.cz/static.do;jsessionid=CDC9390630398C22B8EDBFD9D543545A?page=zakl_popis.html.

CZECH TRADE. BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export. *Čína: Finanční a daňový sektor* [online]. [cit. 13. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/cina-financni-a-danovy-sektor/5/1000539/>.

CZECH TRADE. BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export. *Japonsko: Finanční a daňový sektor* [online]. [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/sti/japonsko-financni-a-danovy-sektor/5/1000424/>.

ČAP. *O nás* [online]. 2010 [cit. 17. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.cap.cz/Folder.aspx?folder=Lists%2fMenu%2fO+n%C3%A1s>.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Dohled nad finančním trhem* [online]. [cit. 10. 10. 2011]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/.

Čínská ambasáda. *O Číně: Ekonomický vývoj* [online]. 2. 12. 2009 [cit. 13. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.chinaembassy.cz/cze/>.

Dohled: legislativní základna. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. www.cnb.cz [online]. [cit. 10. 10. 2011]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/.

Dohled nad finančními trhy: EU vypustila hlídací psy. [online]. 4. 1. 2011 [cit. 18. 3. 2012]. ISSN 1803-2486. Dostupné z: <http://www.euractiv.cz/print-version/clanek/dohled-nad-financnimi-trhy-eu-vypustila-hlidaci-psy-008302>.

ESMA. *About ESMA* [online]. [cit. 7. 3. 2012]. Vlastní překlad. Dostupné z: <http://www.esma.europa.eu/>.

- EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. *ECB, ESCB a Eurosystem* [online]. [cit. 16. 2. 2012]. Dostupné z: <http://www.ecb.eu/ecb/orga/escb/html/index.cs.html>.
- EVROPSKÁ KOMISE. *Návrh nařízení Evropského Parlamentu a Rady o ratingových agenturách* [online]. Brusel, 12. 11. 2008 [cit. 22. 4. 2012]. Dostupné z: ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/.../proposal_cs.pdf.
- EVROPSKÁ UNIE. *About EU: Evropská rada* [online]. [cit. 28. 2. 2012]. Dostupné z: http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/european-council/index_cs.htm.
- EVROPSKÁ UNIE. *About EU: Evropský parlament* [online]. [cit. 28. 2. 2012]. Dostupné z: http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/european-parliament/index_cs.htm.
- EVROPSKÁ UNIE. *About EU: Evropská komise* [online]. [cit. 28. 2. 2012]. Dostupné z: http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/european-commission/index_cs.htm.
- Institucionální uspořádání finanční regulace a dohledu v Evropské unii a úloha bank Evropského systému centrálních bank ve finanční regulaci a dohledu. In: [online]. 5. 10. 2006 [cit. 14. 3. 2012]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/...cz/.../dohled.../fin_regulace_eu.pdf.
- JANDA, Petr. Družstevní záložny: Pro koho a "za kolik". [online]. 29. 5. 2007 [cit. 12. 12. 2011]. Dostupné z: <http://www.mesec.cz/clanky/druzstevni-zalozny-pro-koho-a-za-kolik/>.
- LONDON STOCK EXCHANGE. *About the exchange* [online]. London [cit. 18. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/company-overview/company-overview.htm>.
- MIKULKA, M. ECB kvůli krizi nalila do bank dalšího půl bilionu eur.: Pro levné peníze si sáhlo přes 800 bank. *Economia, a. s.: Hospodářské noviny* [online]. 29. 2. 2012 [cit. 29. 2. 2012]. ISSN 1213 - 7693. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/analzy-a-komentare/c1-54880420-ecb-kvuli-krizi-nalila-do-bank-dalsiho-pul-bilionu-eur-pro-levne-penize-si-sahlo-pres-800-bank>.
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Mezinárodní měnový fond* [online]. 2005 [cit. 8. 4. 2012]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/mfo_imf.html.
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Informace k uplatňování Směrnice Rady 2003/48/ES o zdanění příjmů z úspor v podobě úrokových plateb* [online]. 13. 6. 2005 [cit. 29. 2. 2012]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/dc2_dane_18041.html.
- Osobní finance: Právní rámec. ČESKÁ SPOŘITELNA, a. s. www.csas.cz [online]. 12. 12. 2011 [cit. 12. 12. 2011]. Dostupné z: http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/sc_2863.xml.
- Pražská burza má nového majitele. Kupují ji Rakušané. [online]. 7. 11. 2008 [cit. 18. 3. 2012]. Dostupné z: <http://aktualne.centrum.cz/finance/penize-a-investice/clanek.phtml?id=616019>.
- THE DE LAROSIÈRE GROUP. *The high-level group on financial supervision in the EU: Report* [PDF]. Brusel, 25. 2. 2009 [cit. 28. 3. 2012]. Dostupné z: ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.
- TŮMA, Zdeněk. Bankovní sektor v ČR a jeho regulace. In: [online]. 2000 [cit. 4. 3. 2012]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/export/sites/.../tuma_200012_pariz.pdf.

VLÁDA ČESKÉ REPUBLIKY. Vyšla dlouho očekávaná zpráva EK o finančním dohledu [online]. 26. 2. 2009 [cit. 28. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/cz/media-centrum/aktualne/vysla-dlouho-ocekavana-zprava-ek-o-financnim-dohledu-54238/>.

VLK a ČTK. The Economist: Řecko a další země se kvůli krizi vrátily o deset let zpátky. *Economia, a. s.: Hospodářské noviny* [online]. 26. 2. 2012 [cit. 26. 2. 2012]. ISSN 1213 - 7693. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/zpravodajstvi-krize/c1-54853220-the-economist-recko-a-dalsi-zeme-se-kvuli-krizi-vratily-o-deset-let-zpatky>.

Ostatní dokumenty

BAŠLAJEVA, T. *Japonská hospodářská krize v 90. letech minulého století a její odkaz dnešku* [online]. Praha, 2012 [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: https://www.vse.cz/vskp/29615_Japonskohospodarskkrizev90letechminulhostoletajejodkazdneku. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce prof. Ing. Josef Jílek, CSc.

Česká republika. Zákon o dluhopisech. In: *Sb.* 2004, č. 190, 63. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=190/2004&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

Česká republika. Zákon České národní rady o zřízení ministerstev a jiných ústředních orgánů státní správy České socialistické republiky. In: *Sb.* 1969, č. 2, 1. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=2/1969&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

Česká republika. Zákon o bankách. In: *Sb.* 1992, č. 21, 5. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=21/1992&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

Česká republika. Zákon o spořitelních a úvěrních družstvech a některých opatřeních s tím souvisejících a o doplnění zákona České národní rady č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. In: *Sb.* 1995, č. 87, 18. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=87/1995&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

Česká republika. Zákon o kolektivním investování. In: *Sb.* 2004, č. 189, 63. Dostupné z: aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=189/2004&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

Česká republika. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. In: *Sb.* 2004, č. 256, 84. Dostupné z: aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=256/2004&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

Česká republika. Zákon o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením. In: *Sb.* 1994, č. 42, 14. Dostupné z: aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=42/1994&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

Česká republika. Zákon o pojišťovnictví a o změně některých souvisejících zákonů (zákon o pojišťovnictví). In: *Sb.* 1999, č. 363, 112. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=363/1999&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

Česká republika. Zákon o doplňkovém dozoru nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy, institucemi elektronických peněz, pojišťovnami a obchodníky s cennými papíry ve finančních konglomerátech a o změně některých dalších zákonů (zákon o finančních konglomerátech). In: *Sb.* 2005, č. 377, 132. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=377/2005&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy.

ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj* [CD]. 2007 - 2011. 2012 [cit. březen 2012].

ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *UCITIS*. 2012.

Důvodová zpráva k návrhu zákona o změně zákonů v souvislosti se sjednocováním dozoru nad finančním trhem: k zákonu č. 57/2006. Česká republika, 25. 5. 2005.

Google.com. *Finance: SSE Composite Index(SHA:000001)* [online]. [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.google.com/finance?q=SHA:000001>.

Google.com. *Finance: Dow Jones Industrial Average(INDEXDJX:.DJI)* [online]. [cit. 19. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.google.com/finance?q=INDEXDJX:.DJI>.

KOLÍNKOVÁ, V. *Komparace regulace a dohledu finančního trhu v ČR a ve světě* [online]. Brno, 2008 [cit. 17. 3. 2012]. Dostupné z: http://is.muni.cz/th/76192/esf_m/. Diplomová práce. Masarykova univerzita v Brně, Ekonomicko-správní fakulta. Vedoucí práce Mgr. Petr Červinek.

Penize.cz. *Investice: Nikkei 225* [online]. [cit. 3. 4. 2012]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/44775-nikkei-225>.

Rating: Ratingové stupnice. In: *Wikipedia: the free encyclopedia* [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2001- [cit. 10. 12. 2011]. Dostupné z: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Rating>.

Bibliografie

Literatura

DUCHÁČKOVÁ, E. a J. DAŇHEL. *Teorie pojistných trhů*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2010. ISBN 9788074310157.

SEDLÁČEK, T. *Ekonomie dobra a zla: Po stopách lidského tázání od Gilgameše po finanční krizi*. Praha: Nakladatelství 65. pole, 2009. ISBN 9788090394438.

Seznam příloh

Příloha A: [CD]. ČESKOSLOVENSKÁ OBCHODNÍ BANKA, a. s. *Denní finanční zpravodaj*.
2007 - 2011.